ÉVALUATION DES RISQUES DU SYSTÈME FINANCIER FRANÇAIS

DÉCEMBRE 2023



SOMMAIRE

Vue d'ensemble

Le nouvel environnement de taux élevés constitue un changement de régime pour l'ensemble des agents, financiers comme non financiers. Après une phase d'ajustement rapide de la politique monétaire à partir de juillet 2022, les taux directeurs de la zone euro pourraient avoir atteint un plateau depuis septembre 2023. L'inflation, y compris sa composante sous-jacente, a en effet confirmé son reflux au second semestre 2023 même si elle reste encore trop élevée. Ces perspectives restent néanmoins conditionnées à l'absence de nouveau choc. Par ailleurs, les taux d'intérêt à long terme se montrent plus volatils dans ce nouvel environnement, comme l'a mis en évidence la hausse rapide observée à l'automne 2023 qui s'est plus que corrigée depuis.

Jusqu'à présent, ces ajustements de taux se sont opérés de manière ordonnée pour les acteurs du système financier français, mais de nouveaux chocs macroéconomiques, géopolitiques ou encore des cyberattaques pourraient venir tester la résilience de certains acteurs. Les participants de marché semblent anticiper un atterrissage en douceur de l'économie, à savoir un retour de l'inflation vers sa cible sans récession. Une remise en cause de ces anticipations entraînerait d'importants mouvements sur les marchés, qui pourraient se traduire par des tensions de liquidité pour les intermédiaires financiers non bancaires les plus vulnérables. Une détérioration de l'environnement économique et des conditions de marché accentuerait les vulnérabilités financières des acteurs de l'économie réelle les plus endettés ; elle pourrait accroître le risque de crédit pour les intermédiaires financiers. Les banques et les assureurs français conservent néanmoins des bilans solides qui doivent leur permettre de faire face à ces risques tout en préservant le bon financement de l'économie.

Par ailleurs, la transmission des hausses de taux passées à l'économie réelle est encore en cours, du fait d'un endettement des acteurs non-financiers majoritairement à taux fixes et sur des maturités relativement longues. L'ampleur de leurs effets sur la stabilité financière dépendra de la durée pendant laquelle les taux se maintiendront en territoire restrictif. D'une part, les vulnérabilités de court terme liées à l'endettement élevé de certains acteurs s'accroissent, en raison de la hausse progressive du coût du service de la dette. D'autre part, l'infléchissement de la dynamique d'endettement des sociétés non financières (SNF) et des ménages permet de contenir une partie des vulnérabilités.

En résumé, le resserrement accéléré de la politique monétaire n'a pas entraîné à ce stade d'instabilité financière majeure. Le risque élevé de chocs géopolitiques ou macroéconomiques impose cependant une grande vigilance, d'abord sur les acteurs financiers non bancaires, et ensuite sur les acteurs non financiers – pour lesquels les effets de la hausse des taux sont en cours – plus encore que sur les banques et assureurs eux-mêmes. C'est donc dans cet ordre que la présente *Évaluation des risques du système financier français* examine les risques.

*

*   *

Dans un contexte de tensions géopolitiques accrues et d'incertitudes macroéconomiques persistantes, les marchés financiers restent exposés à des chocs qui pourraient se traduire par des tensions de liquidité pour les intermédiaires non bancaires les plus vulnérables

Le risque de choc sur les marchés persiste, notamment si les anticipations d'atterrissage en douceur de l'économie se révélaient trop optimistes. La volatilité reste élevée sur les marchés obligataires mondiaux. Les taux de court terme réagissent aux évolutions des anticipations de politique monétaire, et aux incertitudes persistantes sur la trajectoire d'inflation et de croissance. Par ailleurs, dans ce contexte de normalisation des politiques monétaires, la volatilité des taux de long terme augmente, alimentée par les aléas sur la trajectoire des finances publiques. Ainsi, entre fin août et octobre 2023, les taux d'intérêt à long terme ont fortement progressé puis se sont repliés très rapidement, dans un mouvement qui semblait pour l'essentiel lié à une contagion en provenance des États-Unis. Malgré une large hétérogénéité sectorielle et géographique, les niveaux de valorisation des actions et des obligations d'entreprises reflètent des anticipations d'atterrissage en douceur de l'économie. Une réappréciation des risques, en cas de choc macroéconomique ou géopolitique, pourrait se traduire par des mouvements de marchés adverses potentiellement amplifiés par des réactions procycliques de certains agents.

En effet, un choc de marché localisé pourrait se traduire par des tensions de liquidité pour certains acteurs vulnérables de la finance non bancaire, avec des effets de bord potentiels pour l'ensemble du système financier. Ces acteurs pourraient connaître des besoins de financement importants en cas de choc de marché, par le biais d'appels de marges ou de demandes de rachats, et ainsi renforcer les dynamiques adverses de marchés à travers des ventes forcées d'actifs. Un chapitre thématique est dédié à la cartographie des risques des intermédiaires financiers non-bancaires français et à leurs interconnexions avec le reste du système financier. Cette appellation recouvre une diversité d'acteurs aux profils de risques variés. La part de ces intermédiaires dans l'ensemble du système financier reste limitée en France. Par ailleurs, le niveau élevé d'interconnexions, entre intermédiaires financiers non-bancaires d'une part et entre ces intermédiaires et le secteur bancaire d'autre part, augmente le risque de propagation d'un choc. Les risques que représente la finance non-bancaire pour le secteur bancaire français ne se limitent en outre pas aux acteurs résidents, deux-tiers des expositions directes des banques françaises avec des intermédiaires financiers non bancaires étant transfrontalières.

Les vulnérabilités de court terme s'accroissent pour les acteurs les plus endettés de l'économie réelle alors que le repli du marché immobilier se poursuit de façon ordonnée

La transmission de la politique monétaire aux entreprises françaises se poursuit. Alors que la structure d'endettement des sociétés non-financières françaises (SNF) les a protégées d'un choc de taux brutal, la charge de la dette augmente progressivement, au fur et à mesure de la transmission des taux plus élevés aux bilans. Le secteur des SNF françaises dans son ensemble conserve une bonne situation financière, soutenue par les niveaux élevés de trésorerie hérités de la crise Covid et un levier orienté à la baisse après avoir atteint des niveaux historiquement élevés, avec toutefois des situations hétérogènes selon les entreprises et les secteurs. Le financement des SNF reste globalement bien assuré, mais les plus endettées d'entre-elles pourraient faire face à une augmentation de leur risque de refinancement, en raison d'une hausse des volumes de dette arrivant à échéance au cours des deux prochaines années. Ces vulnérabilités pourraient s'accroître en cas de ralentissement macroéconomique ou de nouveau resserrement des conditions de financement.

Les risques pour la stabilité financière liés au repli des marchés immobiliers résidentiel et commercial restent à ce stade contenus. Un chapitre thématique de ce rapport revient sur le recul progressif du marché de l'immobilier résidentiel, qui s'explique principalement par une contraction de la demande dans un contexte de resserrement des conditions de financement. Les risques pour la stabilité financière restent cependant limités en raison de la résilience du modèle français de financement de l'immobilier et de l'action des autorités prudentielles. La contraction du marché de l'immobilier commercial est plus marquée mais les expositions du système financier français dans son ensemble à ce secteur demeurent limitées. Toutefois, pour certains fonds d'investissement immobiliers, des vulnérabilités liées à des asymétries de liquidité entre l'actif et le passif appellent à une stricte vigilance dans ce contexte de repli du marché.

Le taux d'endettement public est durablement plus élevé que la moyenne de la zone euro mais l'État français conserve une bonne capacité de financement. En l'absence de nouvelles mesures, le ratio d'endettement public se stabiliserait autour de 110 % du PIB jusqu'en 2026. La maîtrise de la trajectoire des finances publiques reste fondamentale pour protéger la soutenabilité de la dette publique. Dans le contexte de déficits toujours élevés et de la normalisation du bilan de l'Eurosystème, l'offre de dette souveraine française sur le marché augmente et sa bonne absorption repose sur le maintien d'une demande soutenue de la part des investisseurs privés et non-résidents.

Les banques et les assureurs s'adaptent à l'environnement de taux grâce à une structure de bilan solide

Face à la hausse des coûts de financement, les banques françaises conservent des niveaux de liquidité et de solvabilité robustes. Les revenus des banques françaises ont temporairement moins bénéficié de la remontée des taux que ceux des banques d'autres juridictions. Leur marge nette d'intérêts s'est légèrement contractée en raison d'une hausse plus rapide du coût de leurs passifs que des revenus d'intérêt, mais la remontée des taux d'intérêt leur bénéficiera dans la durée. Les banques françaises maintiennent une structure de financement diversifiée,

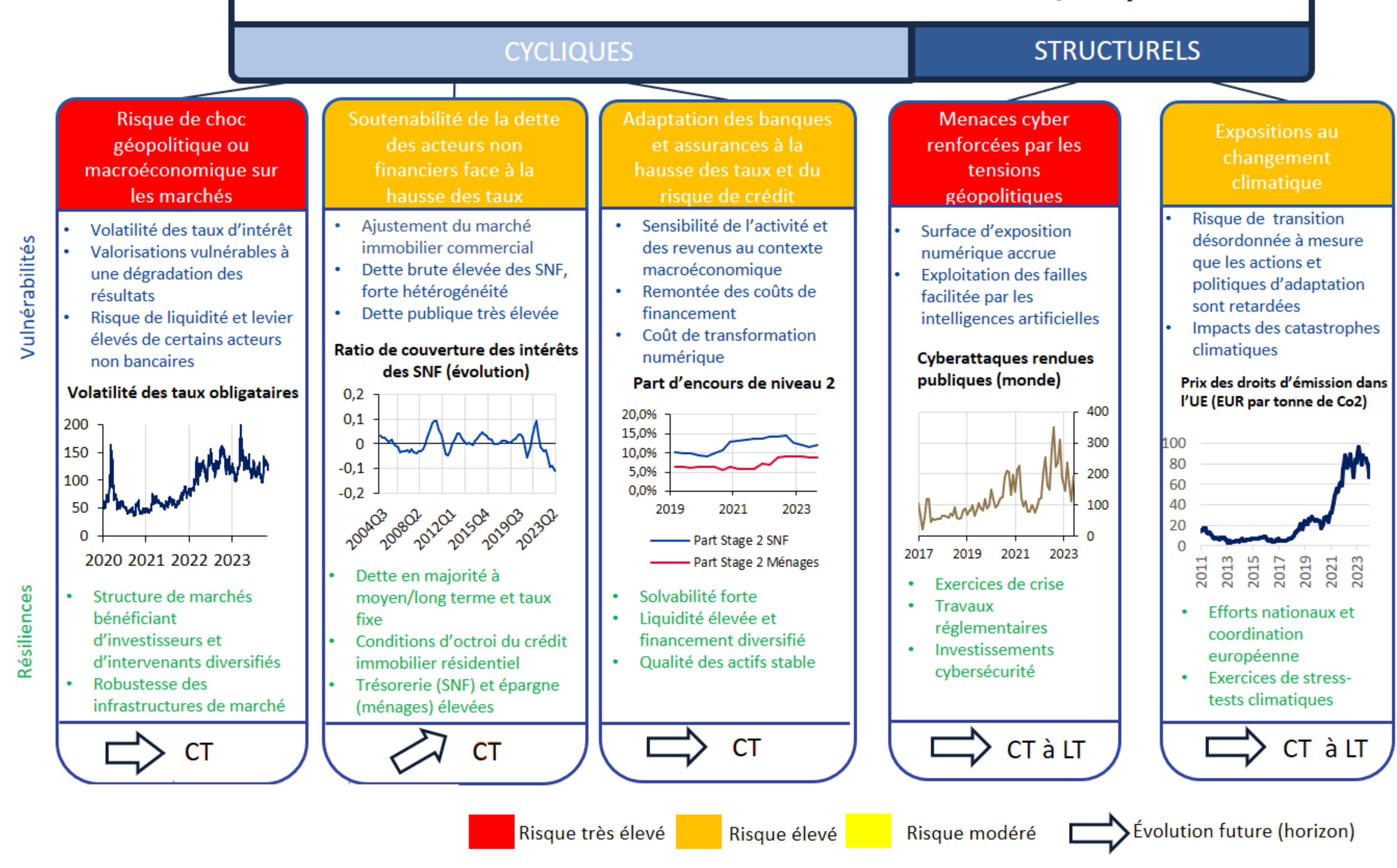
avec un encours de dépôts globalement stable et un bon accès au financement de marché. Dans ce contexte, les indicateurs de liquidité ne révèlent pas de vulnérabilités, tant au niveau individuel que systémique. La qualité des actifs bancaires se maintient également et le coût du risque reste modéré à ce stade, y compris pour les expositions relevant de l'immobilier commercial. Les ratios de solvabilité des banques françaises restent élevés et cette solidité est corroborée par les résultats des stress tests 2023 de l'Autorité bancaire européenne (*European Banking Authority*, EBA). Les banques françaises doivent néanmoins rester prudentes dans la gestion de leur risque de crédit.

Les assureurs conservent une structure de bilan solide, mais restent exposés à l'inflation et au risque de rachat. Les risques liés à une hausse des rachats en assurance-vie apparaissent maîtrisés, mais appellent à une vigilance continue. En effet, la remontée des taux pourrait entraîner des réallocations vers d'autres produits d'épargne qui obligeraient à réaliser des moins-values latentes et matérialiseraient des risques de liquidité. Le rythme des rachats reste néanmoins contenu et à ce stade nettement en-deçà du pic historique de fin 2011. Les assureurs non-vie sont quant à eux exposés à l'augmentation du coût des sinistres ainsi qu'au risque d'un durcissement des contrats de réassurance, dans un contexte d'inflation et de hausse de la fréquence et de la gravité des évènements climatiques.

Le système financier doit accélérer son adaptation aux risques cyber et climatique

Les menaces de cyberattaques restent élevées pour le système financier, alors que l'intelligence artificielle générative contribue à la sophistication des attaques. Le 9 novembre 2023, une cyberattaque par rançongiciel contre une filiale aux États-Unis de la Banque Industrielle et Commerciale de Chine (ICBC) a paralysé ses systèmes informatiques et temporairement perturbé la liquidité des marchés des bons du Trésor américain. Cette attaque rappelle la nécessité pour tous les acteurs du système financier d'investir de façon continue pour renforcer la protection de leurs systèmes d'information et met en lumière la dimension systémique du risque cyber, du fait des interconnexions entre les acteurs. De façon indirecte, le risque cyber peut également se matérialiser par des pertes pour les banques et les assurances, en cas d'attaques sur les entreprises auxquelles elles sont exposées financièrement.

Enfin, les institutions financières doivent à la fois gérer leur exposition au risque de transition et soutenir la décarbonation de l'économie. La mise en œuvre de politiques de transition en ligne avec les objectifs de réduction d'émissions carbone pourrait entraîner des pertes importantes pour les institutions financières insuffisamment préparées. Les expositions des institutions financières françaises au risque de transition apparaissent modérées mais leurs portefeuilles restent insuffisamment alignés sur les objectifs de décarbonation. Il est important que les institutions financières établissent et communiquent des plans de transition afin d'établir des objectifs concrets et mesurables de décarbonation de leurs portefeuilles. Elles doivent également poursuivre la réduction de leur exposition aux activités les plus risquées et prendre en compte l'enjeu de la mise en œuvre par leurs contreparties de plans de transition cohérents avec les objectifs européens de réduction des émissions.



ÉVALUATION DES RISQUES DU SYSTÈME FINANCIER FRANÇAIS | DEC 2023
CYCLIQUES
STRUCTURELS
Vulnérabilités
Résiliences
Risque de choc géopolitique ou macroéconomique sur les marchés
Volatilité des taux d'intérêt
Valorisations vulnérables à une dégradation des résultats
Risque de liquidité et levier élevés de certains acteurs non bancaires
Volatilité des taux obligataires
Structure de marchés bénéficiant d'investisseurs et d'intervenants diversifiés
Robustesse des infrastructures de marché
CT
Soutenabilité de la dette des acteurs non financiers face à la hausse des taux
Ajustement du marché immobilier commercial
Dette brute élevée des SNF, forte hétérogénéité
Dette publique très élevée
Ratio de couverture des intérêts des SNF (évolution)
Dette en majorité à moyen/long terme et taux fixe
Conditions d'octroi du crédit immobilier résidentiel
Trésorerie (SNF) et épargne (ménages) élevées
CT
Adaptation des banques et assurances à la hausse des taux et du risque de crédit
Sensibilité de l'activité et des revenus au contexte macroéconomique
Remontée des coûts de financement
Coût de transformation numérique
Part d'encours de niveau 2
Part Stage 2 SNF
Part Stage 2 Ménages
Solvabilité forte
Liquidité élevée et financement diversifié
Qualité des actifs stable
CT
Menaces cyber renforcées par les tensions géopolitiques
Surface d'exposition numérique accrue
Exploitation des failles facilitée par les intelligences artificielles
Cyberattaques rendues publiques (monde)
Exercices de crise
Travaux réglementaires
Investissements cybersécurité
CT à LT
Expositions au changement climatique
Risque de transition désordonnée à mesure que les actions et politiques d'adaptation sont retardées
Impacts des catastrophes climatiques
Prix des droits d'émission dans l'UE (EUR par tonne de Co2)
Efforts nationaux et coordination européenne
Exercices de stress-tests climatiques
CT à LT
Risque très élevé
Risque élevé
Risque modéré
Évolution future (horizon)

Mesures des autorités

Dans un contexte d'inflation toujours supérieure à sa cible, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a procédé au second semestre 2023 à deux nouveaux relèvements d'un quart de point de ses taux directeurs en juillet et septembre, avant de stabiliser ses taux en octobre puis décembre. Depuis le 20 septembre 2023, les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal s'élèvent respectivement à 4,00 %, 4,5 % et 4,75 %[1]. Il considère désormais[2] que les taux d'intérêt directeurs se situent à des niveaux qui, maintenus pendant une durée suffisamment longue, contribueront fortement à atteindre la cible de 2 % d'inflation. Le Conseil des gouverneurs maintiendra une approche fondée sur les données afin de déterminer de manière appropriée le degré et la durée de cette orientation. Par ailleurs, afin de préserver l'efficacité de la transmission de la politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a décidé en juillet 2023 de fixer le taux de rémunération des réserves obligatoires à 0 %, mesure applicable depuis le 20 septembre 2023[3]. Elles étaient précédemment rémunérées au taux de la facilité de dépôt[4]. Le montant requis de ces réserves demeure, quant à lui, inchangé (1 % des dépôts).

En outre, depuis le 1[er] mars 2023, l'Eurosystème a réduit ses portefeuilles d'actifs relatifs à *l'asset purchase programme (APP)* *à* un rythme mesuré et prévisible : d'abord à raison de 15 milliards d'euros par mois, puis à partir du 1[er] juillet à proportion de la totalité des montants de titres détenus arrivant à échéance. Le Conseil des gouverneurs a annoncé, à l'issue de sa réunion de décembre 2023, son intention de réduire le portefeuille du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (pandemic emergency purchase programme, PEPP) de 7,5 milliards d'euros par mois en moyenne au second semestre 2024, en continuant de faire preuve de flexibilité dans les réinvestissements, puis de mettre un terme aux réinvestissements fin 2024. S'agissant des opérations de refinancement ciblées à plus long terme (TLTRO), le Conseil des gouverneurs continuera d'évaluer régulièrement leur contribution à son orientation de politique monétaire à mesure de leur remboursement par les banques.

Concernant la politique macroprudentielle, en France, le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) a maintenu les principaux éléments des mesures en place. Tel qu'il l'avait annoncé en décembre 2022[5], le HCSF n'a pas modifié en 2023 le taux de la réserve de protection du crédit (coussin de fonds propres bancaires contracyclique ou CCyB), à la suite de son relèvement de 0,5 % à 1 %, qui prendra effet le 2 janvier 2024[6]. Ce taux est toujours jugé approprié par le HCSF au regard de l'environnement économique et financier et du niveau des risques systémiques[7]. Le coussin pour le risque systémique sectoriel (sSyRB) est entré en vigueur le 1[er] août 2023[8] pour une durée initiale de deux ans, en relais de la mesure dite « grands risques » arrivée à échéance le 30 juin 2023. Ce coussin de fonds propres s'établit à 3 % du montant d'exposition au risque des banques systémiques françaises aux grandes entreprises françaises très endettées[9], si les expositions dépassent 5 % de leurs fonds propres[10]. Le HCSF considère qu'une surcharge proportionnée en fonds propres en cas de dépassement du seuil de matérialité est désormais plus adaptée à l'environnement macroéconomique actuel. En ce qui concerne le secteur immobilier, le HCSF a ajusté certaines de ses mesures relatives aux conditions d'octroi de crédits immobiliers, qui visent à maîtriser les risques pour la stabilité financière en rendant le crédit plus sûr, grâce à un taux d'effort maximal de 35 % et une maturité maximale de 25 ans, pour 80 % de la production de crédit à l'habitat. Après les

[1] Key ECB interest rates (europa.eu)
[2] Monetary policy decisions (europa.eu)
[3] ECB adjusts remuneration of minimum reserves
[4] Les réserves obligatoires sont rémunérées au taux de la facilité de dépôt depuis octobre 2022. Avant cela, celles-ci étaient rémunérées au taux des opérations principales de refinancement (MRO).
[5] CP_2022_12_13_seance.pdf (economie.gouv.fr)
[6] HCSF_20221213_CP_decisionCCyB.pdf (economie.gouv.fr)
[7] HCSF_20231204_Publication_CCyB.pdf (economie.gouv.fr)
[8] 2023-07-31_CP_SyRB.pdf (economie.gouv.fr)
[9] Ratio de dette totale rapporté à l'EBITDA strictement supérieur à 6 ou négatif
[10] Pour davantage de détails, voir la notice explicative : 20230830_HCSF_Notice_sSyRB.pdf (economie.gouv.fr)

ajustements techniques apportés à cette mesure en juin 2023[11], le HCSF a procédé en décembre 2023[12] à trois nouveaux ajustements techniques, prenant acte, dans le respect des exigences de stabilité financière, de certaines difficultés opérationnelles et de la dynamique du marché. Ainsi, il est précisé que la marge d'appréciation accordée à l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) en matière de conformité de la norme s'entend pour les limites d'allocation au sein de la marge de flexibilité de 20 % ainsi que sur la marge totale de 20 %. En cas de dépassement limité constaté sur un trimestre, l'ACPR pourra considérer que le respect de ces limites sur la production globale de ce trimestre et des deux trimestres suivants constitue une action correctrice appropriée et suffisante. Par ailleurs, le Haut Conseil a décidé d'autoriser les établissements de crédit à exclure la charge d'intérêt associée aux prêts relais lorsqu'il s'agit d'apprécier le taux d'effort de l'emprunteur, quand la quotité de financement est suffisamment prudente, c'est-à-dire inférieure ou égale à 80 % de la valeur du bien mis en vente. Enfin, afin de favoriser les travaux de rénovation énergétique, le Haut Conseil a décidé d'abaisser à 10 % du montant total de l'opération le coût des travaux permettant de prendre en compte l'existence d'un différé d'amortissement.

Les autorités françaises et européennes œuvrent activement au renforcement du cadre réglementaire prudentiel par la mise en œuvre de Bâle III dans le « paquet bancaire » [13], dont les grandes lignes ont été fixées dans un accord provisoire trouvé entre le Parlement européen et le Conseil de l'Union européenne le 27 juin 2023[14]. La finalisation du texte est toujours attendue courant 2024 pour une mise en application en janvier 2025 (pour CRR3, *Capital Requirements Regulation*) et mi-2025 (pour CRD6, *Capital Requirements Directive*). Par ailleurs, la Commission européenne a annoncé[15] le 28 avril 2023 une proposition d'ajustement du cadre de gestion de crise et d'assurance des dépôts (CMDI), visant à étendre le cadre de la résolution à davantage de petites et moyennes banques et à limiter l'intervention des fonds de garantie des dépôts en dehors de la résolution.

Au niveau européen et international, plusieurs initiatives portent sur la mise en place d'un cadre prudentiel adapté aux différentes catégories d'intermédiaires financiers non-bancaires (*non-bank financial intermediaries*, NBFI). Les risques financiers systémiques peuvent en effet se développer en dehors des seuls secteurs bancaire et assurantiel. Or la régulation existante pour les entités non banques et non assureurs vise davantage la protection des consommateurs et des investisseurs. Le Parlement européen et le Conseil de l'Union sont parvenus, en juillet 2023, à un accord provisoire[16] sur la révision des directives sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (*alternative investment fund managers*, AIFMD), et sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (*undertakings for collective investment in transferable securities*, UCITS), suite à une recommandation de l'ESRB[17], dont l'objectif est notamment à harmoniser les outils de gestion de la liquidité (*liquidity management tools*, LMTs) dans les fonds d'investissement et à améliorer la collecte de données sur ce secteur. La finalisation de cette révision et la parution des règlements d'application sont attendus début 2024[18]. Le Comité européen du risque systémique (European Systemic Risk Board, ESRB) a publié en septembre 2023 une note[19] visant à compléter ces mesures pour les fonds d'investissement immobiliers ou obligataires *corporate*. Cette note propose de mieux aligner les conditions de décollecte sur la liquidité des actifs en portefeuille, de favoriser l'usage des outils de gestion de liquidité, et d'améliorer la capacité des fonds à faire face à des pics d'appels de marges ou de collatéral. De son côté, la Commission européenne a évalué dans un rapport[20] en juillet 2023 qu'il n'était pas nécessaire de réviser à date le règlement *Money Market Funds* (MMF), entré en application en 2019. Au niveau

[12] HCSF_20231204_CP.pdf (economie.gouv.fr)
[12] HCSF_20231204_CP.pdf (economie.gouv.fr)
[13] Révision du règlement Capital Requirement Regulation, et de la directive Capital Requirement Directive.
[14] Banking sector: Provisional agreement reached on the implementation of Basel III reforms - Consilium
[15] Reform of bank crisis management and deposit insurance framework (europa.eu)
[16] provisional agreement reached on AIFMD and plain-vanilla EU investment funds
[17] Recommendation of the 7 December 2017 on liquidity and leverage risks in investment funds (ESRB/2017/6)
[18] Carriages preview | Legislative Train Schedule (europa.eu)
[19] ESRB publishes policy options to address risks in corporate debt and real estate investment funds (europa.eu)
[20] Commission adopts report on the functioning of the Money Market Funds Regulation (MMF) (europa.eu)

international, des travaux sont menés sous l'égide du Conseil de stabilité financière[21] (Financial Stabiliy Board, FSB) afin d'identifier des pistes complémentaires pour améliorer la résilience des entités de la NBFI exposées aux vulnérabilités liées à l'usage du levier et au risque de liquidité. Plusieurs autorités œuvrent également activement pour définir des outils macroprudentiels permettant de mieux faire face à ces risques.

Dans le cadre de son programme de travail visant à renforcer la résilience des intermédiaires financiers non bancaire, le FSB, en lien avec plusieurs organismes normalisateurs internationaux, développe des propositions pour renforcer les pratiques liées aux appels de marges. Plusieurs épisodes récents, comme les tensions de marché liées à la crise Covid ou la hausse sur les prix de l'énergie en 2022, ont mis en avant que la volatilité des appels de marges pouvait conduire à des tensions de liquidité pour les acteurs les moins préparés et à des comportements procycliques. Suite à la publication d'un rapport de revue des pratiques de marges en 2022[22], le FSB travaille au renforcement des exigences à destination des acteurs non-bancaires de marché en matière de gestion du risque de liquidité et des collatéraux pour répondre aux appels de marges.

Les autorités françaises et européennes prennent également des mesures visant à minimiser les risques structurels qui pèsent sur le système financier, notamment dans le domaine du numérique. Le *Digital Operational Resilience Act* (règlement DORA), entré en vigueur en janvier 2023 et qui s'appliquera dès janvier 2025, établit un cadre global pour la résilience opérationnelle numérique des entités financières de l'Union européenne (UE), répondant notamment à la dépendance du secteur financier à l'égard des entreprises technologiques et aux risques cyber. C'est dans ce contexte que le mécanisme de surveillance unique (MSU) mènera en 2024 un exercice de stress test sur la résilience des banques face au risque cyber[23]. Concernant la régulation des actifs numériques, le règlement *Markets in Crypto-Assets* (MiCA) entré en vigueur en juin 2023 et applicable dès janvier 2025, mettra en place un cadre global pour les émetteurs et les prestataires de services sur les cryptoactifs. Ce cadre réglementaire vise à protéger les investisseurs, préserver la stabilité financière et assurer le respect des règles en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux, tout en permettant l'innovation et en favorisant l'attractivité du secteur des cryptoactifs. Il devra sans doute être complété d'un « MiCA 2 » assez rapidement, notamment sur la régulation des cryptoconglomérats et celle de la finance désintermédiée (DeFi). Concernant le risque de blanchiment d'argent et de financement du terrorisme, les directive et règlement anti-blanchiment (paquet AML6) sont actuellement en cours de révision[24] (second trilogue en préparation) afin d'harmoniser le corpus réglementaire et de créer une autorité européenne compétente en la matière, l'AMLA (Anti Money Laundering Authority).

Plusieurs mesures sont également prises pour limiter l'exposition du système financier aux risques climatiques et environnementaux. La Commission européenne a rendu publique[25] le 13 juin 2023 une proposition de règlement relative à la notation ESG (environnement, social et gouvernance), prévoyant un régime d'autorisation et de supervision des agences extra-financières par l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA), une séparation des activités de notations ESG et des activités de conseil, et des obligations de transparence relatives aux méthodologies de notations ESG. La Commission a également publié le 31 juillet 2023 l'acte délégué sur les 12 nouveaux standards européens de reporting de durabilité (European *sustainability reporting standards*, ESRS), précisant les attentes de la directive sur le reporting de durabilité des entreprises européennes (*corporate sustainability reporting directive*, CSRD) avec des premières publications attendues en 2025. En octobre 2023, le Parlement européen a adopté un règlement[26] sur les obligations vertes européennes (*European green bond standard*, EuGB) visant à encadrer l'utilisation de l'appellation « obligation verte » pour prévenir l'écoblanchiment

[21] Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation: Progress report - Financial Stability Board
[22] Review of margining practices, BCBS, CPMI, IOSCO, September 2022
[23] Stress tests (europa.eu)
[24] Carriages preview | Legislative Train Schedule (europa.eu)
[25] Des propositions pour renforcer le programme de l'UE en matière de finance durable (europa.eu)
[26] Obligations vertes européennes: le Conseil adopte un nouveau règlement - Consilium (europa.eu)

(*greenwashing*). La Commission a en outre adopté, le 27 juin 2023, quatre actes délégués fixant les critères techniques des quatre derniers objectifs environnementaux de la taxonomie européenne des activités durables. La Commission a également lancé le 14 septembre une consultation ciblée[27] sur la mise en œuvre de SFDR, afin de renforcer l'utilisabilité de son système de classification – en particulier les articles 8 et 9. Sur le volet prudentiel, l'Autorité bancaire européenne (*European Banking Authority*, EBA) a publié en octobre 2023 un rapport sur l'intégration des risques ESG dans le pilier 1. Enfin, le MSU a annoncé la possibilité d'application de pénalités financières pour les banques qui ne respecteraient pas les attentes du superviseur en matière de traitement des risques climatiques et environnementaux[28]. Enfin, au niveau français, l'ACPR a lancé le 6 juillet 2023 son second exercice de stress-test climatique portant sur le secteur de l'assurance, à la suite de l'exercice pilote mené en 2020[29].

[27] finance-2023-sfdr-implementation (europa.eu)
[28] Challenges and priorities for banking supervisors (europa.eu)
[29] L'ACPR lance son second exercice de stress test climatique couvrant le secteur de l'assurance | ACPR

1. Analyse transversale des vulnérabilités

1.1 Le système financier s'adapte à un environnement de taux élevés, au contexte macroéconomique incertain et à des tensions géopolitiques accrues

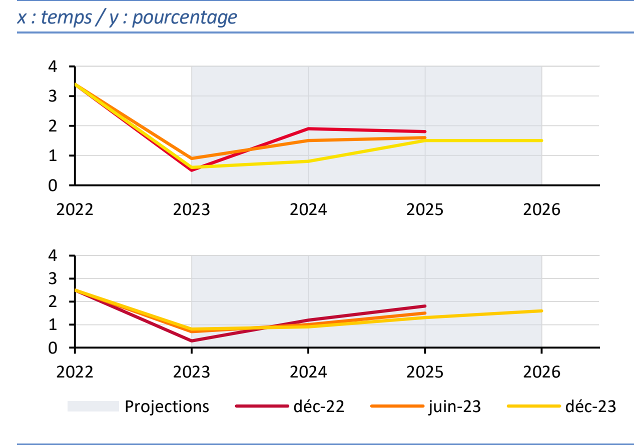
L'inflation reflue vers sa cible de 2 % dans un contexte de ralentissement économique et de risques géopolitiques croissants

La croissance économique, en France et dans la zone euro, devrait rester modérée en 2024. Les prévisions de croissance pour l'année 2023 en France se sont légèrement améliorées depuis juin atteignant 0,8 % en décembre en France, mais se sont dégradées dans la zone euro (0, 6 %, cf. graphique 1.1), avec des dynamiques contrastées selon les pays. La croissance française devrait rester modérée en 2024 (0,9 %), avant de se raffermir progressivement en 2025 (1,3 %) et 2026 (1,6 %). Selon les projections de la BCE, la tendance serait similaire dans la zone euro[30]. L'activité s'est montrée plus dynamique aux États-Unis que dans la zone euro en 2023, soutenue par une demande intérieure plus forte et une moindre exposition aux tensions sur les prix de l'énergie. Ainsi les prévisions de croissance du Fonds monétaire international (FMI) pour les États-Unis ont été revues à la hausse pour 2023 (prévision de 2,1 % en octobre). Cependant, la divergence de croissance serait résorbée à partir de 2024. Au niveau mondial, le FMI estime que la croissance atteindrait 2,9 % en 2024 (cf. graphique 1.4). L'instabilité de la demande mondiale et les tensions géopolitiques participent à des scénarios de risques autour de ces prévisions. Ainsi, le ralentissement économique chinois pourrait, s'il se poursuit, affecter le commerce international (cf. encadré 1.1).

L'inflation continue de refluer en France et dans la zone euro, avec un recul plus limité de l'inflation sous-jacente. Après avoir atteint son pic début 2023 en France, l'inflation totale a diminué pour atteindre 3,8 % en novembre 2023 (indice des prix à la consommation harmonisé, IPCH), dont 2,9 % d'inflation sous-jacente[31] (cf. graphique 1.2). En l'absence de nouveau choc sur les matières premières importées, l'inflation totale devrait revenir à 2 % au plus tard d'ici 2025, et l'inflation sous-jacente devrait également poursuivre sa baisse quoiqu'un peu plus lentement (2,2 % en 2025). Le niveau d'inflation anticipé par le marché est volatile, mais orienté à la baisse au quatrième trimestre 2023. Le taux d'inflation à terme « cinq ans dans cinq ans » extrait du marché des swaps inflation de la zone euro a atteint son plus haut niveau depuis 2012 en août 2023 (2,67 %) puis diminue depuis septembre 2023 (2,25 % mi-décembre 2023).

Graphique 1.1 : Projections de croissance du PIB en France (bas) et Zone Euro (haut)

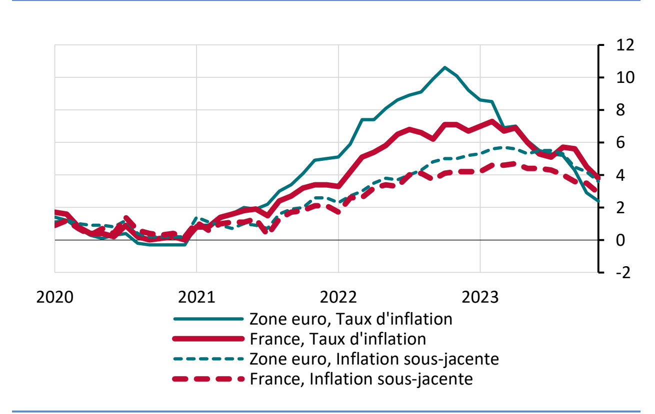
x : temps / y : pourcentage



Sources : Banque de France, Eurostat

Graphique 1.2 : Inflations totale et *sous-jacente* en France et en zone euro

x : temps / y : pourcentage (glissement annuel)



Sources : Banque de France, Eurostat

Note : Inflation IPCH (indice des prix à la consommation harmonisé) et IPCH hors énergie et hors alimentation. Dernière donnée à novembre 2023.

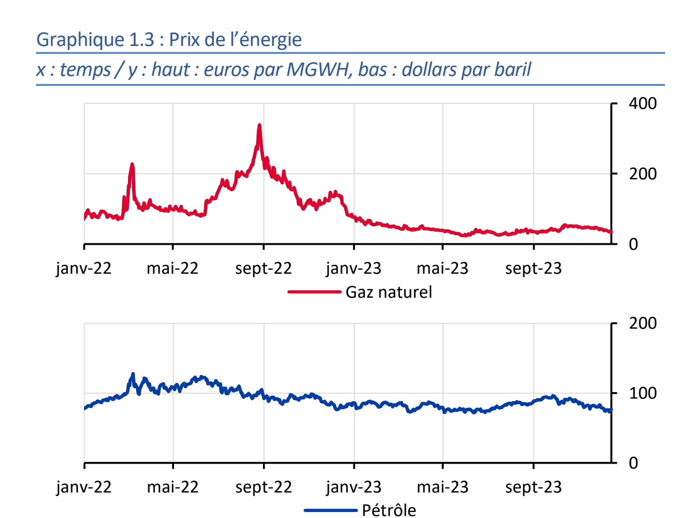
[30] Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, December 2023 (europa.eu)

[31] L'indice d'inflation sous-jacente est un indice désaisonnalisé qui exclut les prix soumis à l'intervention de l'État (électricité, gaz, tabac, etc.) et les produits à prix volatils (produits pétroliers et alimentaires).

Le système financier évolue toujours dans un contexte géopolitique très incertain, du fait notamment de la guerre en Ukraine et des tensions entre les États-Unis et la Chine, mais aussi à présent de la situation au Proche-Orient. Une aggravation de ces différentes tensions pourrait avoir des conséquences sur les prix du pétrole et du gaz, ce qui renforcerait l'inflation et pèserait sur la croissance. Ces risques ne se sont pas matérialisés au second semestre 2023. Le prix du pétrole a progressé de 2 % entre mai et décembre 2023 (cf. graphique 1.3), à la suite notamment d'une politique de restriction de l'offre par l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (Opep) et la Russie, mais reste inférieur au pic de 127,98 dollars atteint en mars 2022. À mi-décembre 2023, les prix de référence du gaz naturel dans l'Union européenne (UE) avaient progressé de 7 % par rapport à mai 2023, à 34,67 euros le mégawattheure et restent deux fois supérieurs au niveau d'octobre 2019. Les stocks de gaz sont à des niveaux élevés par rapport aux mois d'octobre entre 2019 et 2022, ce qui permet d'envisager des tensions limitées sur la demande de gaz au cours de l'hiver 2023-2024.

Graphique 1.3 : Prix de l'énergie

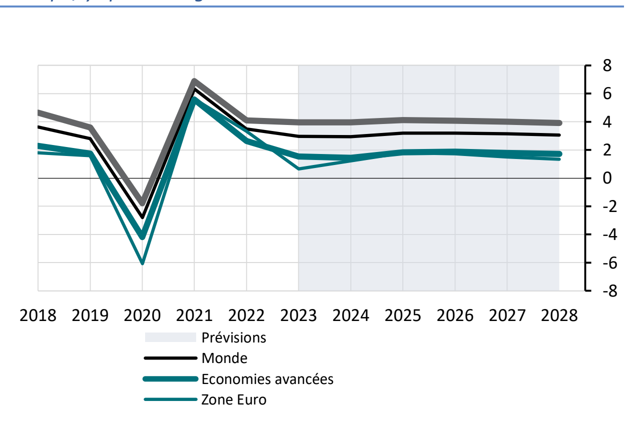
x : temps / y : haut : euros par MGWH, bas : dollars par baril



Source : Bloomberg
Dernier point : 15 décembre 2023

Graphique 1.4 : Prévisions de croissance du PIB par zone économique

x : temps / y : pourcentage



Source : Fonds monétaire international (FMI), World Economic Outlook
Octobre 2023

Encadré 1.1 : Le risque de contagion des tensions sur le système financier chinois apparaît limité

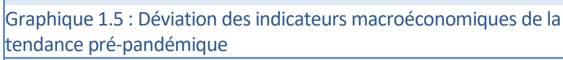
Les perspectives macroéconomiques chinoises se sont dégradées. À court terme, l'économie chinoise est confrontée à une forte chute de la confiance des acteurs économiques, en premier lieu des ménages, affectés par les conséquences de la gestion de la crise Covid et de la crise immobilière, mais aussi des entrepreneurs, chinois comme étrangers, après la priorité donnée par les autorités à la stabilité et à la sécurité économique (cf. graphique 1.5). À plus long terme, les autorités sont engagées à construire un modèle de croissance plus équilibré, dans lequel la qualité importe plus que le niveau de croissance, alors que les fragilités structurelles de l'économie vont rester persistantes (surcapacités, surendettement, chute de la rentabilité du capital, choc démographique).

Le secteur immobilier traverse une crise d'ampleur inédite, marquée par une chute des ventes et des prix immobiliers. Cette crise se traduit par d'importantes difficultés de financement pour les promoteurs immobiliers chinois (45 % des principaux promoteurs en situation de défaut) et par la fragilisation des finances des gouvernements locaux, qui tirent environ 30 % de leurs revenus des ventes immobilières. Les défauts du trust Zhongrong, exposé pour près de 11 % de ses actifs sous gestion au secteur immobilier, ont illustré ces risques de contagion financière.

Les interventions des autorités et la bonne capitalisation des banques chinoises limitent le risque de crise financière. Malgré les risques associés à cette crise immobilière, les autorités chinoises poursuivent leur objectif de réduction des fragilités structurelles de l'économie. Elles ont toutefois annoncé des mesures ponctuelles, et le plus souvent d'ampleur limitée, de soutien à l'offre et à la demande, en mobilisant les acteurs

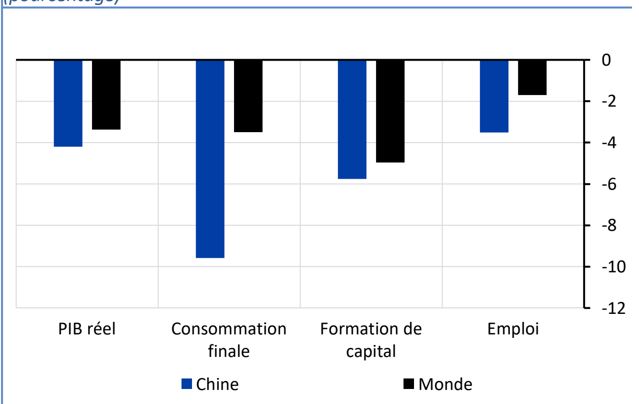
publics et privés pour éviter toute crise financière, avec le soutien budgétaire et monétaire en dernier ressort. Par ailleurs, les banques chinoises sont bien capitalisées, peu exposées aux promoteurs immobiliers (6 % des encours totaux des banques) et disposent d'importantes liquidités pour faire face à l'ajustement en cours. Dans ce contexte, les risques de déstabilisation du système financier chinois et de diffusion au système financier international semblent limités.

Les risques de contagion au système financier français sont très limités du fait de faibles interconnexions financières. En décembre 2022, les investissements en Chine continentale représentaient 13,6 milliards d'euros dans les portefeuilles français. Les investissements directs vers et depuis la Chine représentent également une part limitée de l'ensemble des investissements directs étrangers (IDE) français (cf. graphique 1.6). Si les expositions financières entre la France et la Chine sont limitées, une dégradation pérenne des perspectives macroéconomiques chinoises pourrait se transmettre à la France par l'économie réelle, les importations chinoises représentant une part importante de la balance commerciale française (77,7 milliards d'euros en 2022) et de l'activité commerciale européenne. Le risque de contagion aux économies avancées est faible, les liens entre le système financier chinois et le reste du système bancaire étant limités. Un épisode de stress sur le système financier chinois se propagerait avant tout par le canal commercial aux économies avancées. L'empreinte des banques chinoises sur les marchés émergents pourrait également mener à un resserrement des conditions de financement dans les économies émergentes en cas de corrections désordonnées du système financier chinois.



Graphique 1.5 : Déviation des indicateurs macroéconomiques de la tendance pré-pandémique

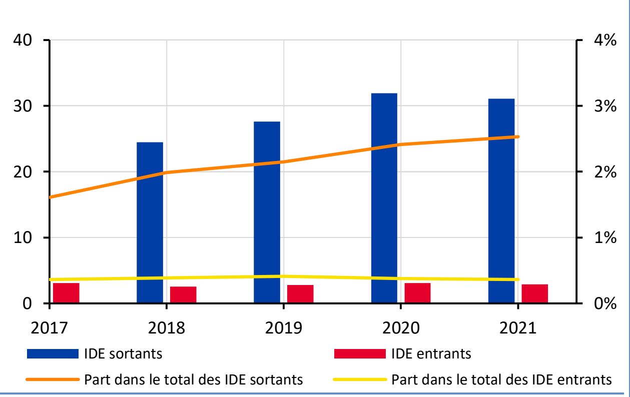
x : temps / y : Déviation en 2023 des projections pré-pandémiques (pourcentage)



Source : Fonds monétaire international, World Economic Outlook, Octobre 2023

Graphique 1.6: IDE français vers et depuis la Chine

x : temps / y : milliards d'euros (gauche) / pourcentage (droite)



Source : Fonds Monétaire international, Coordinated Direct Investment Survey (CDIS)

Note : Sont comptabilisés les IDE sous forme de capitaux propres et d'instruments de dette, en direction ou en provenance de la Chine continentale.

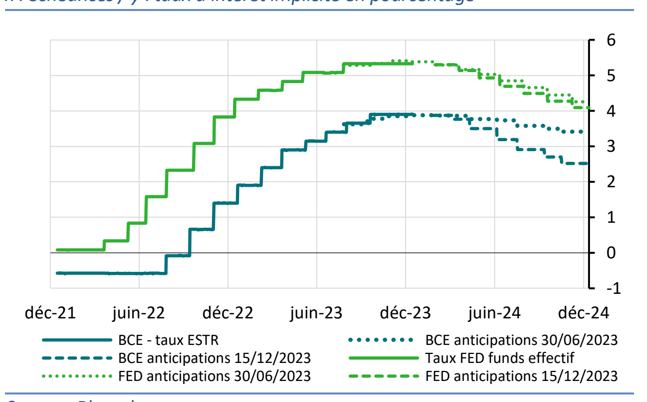
Après une normalisation rapide de l'environnement de taux d'intérêt, les conditions de financement semblent se stabiliser, mais restent exposées au risque de nouveaux chocs

Les participants de marché anticipent la fin du cycle de hausses de taux directeurs engagé en 2022 (cf. graphique 1.7). La Banque centrale européenne (BCE) a maintenu ses taux directeurs inchangés en octobre et décembre 2023, après une série de hausses cumulées de 450 points de base depuis juillet 2022. Le Conseil des gouverneurs considère que les taux directeurs actuels se situent à des niveaux qui, maintenus suffisamment longtemps, permettront d'atteindre l'objectif d'inflation à 2 % à moyen terme. En novembre et en décembre 2023, la Réserve fédérale américaine (Fed) a également décidé de maintenir sa cible de taux Fed funds dans une fourchette de 5,25 % à 5,50 %, après l'avoir relevé de 525 points de base depuis mars 2022. Au 15 décembre 2023, les participants de marché anticipaient des baisses des taux directeurs dans la zone euro comme aux États-Unis à

partir du printemps 2024. Depuis juin 2023, les anticipations de taux directeurs à horizon 2024 ont baissé plus sensiblement dans la zone euro, où les nouvelles économiques ont surpris négativement au second semestre 2023, qu'aux États-Unis, où les nouvelles ont surpris positivement (cf. graphique 1.8).

Graphique 1.7 : Anticipations de taux directeurs en Zone Euro et aux États-Unis

x : échéances / y : taux d'intérêt implicite en pourcentage



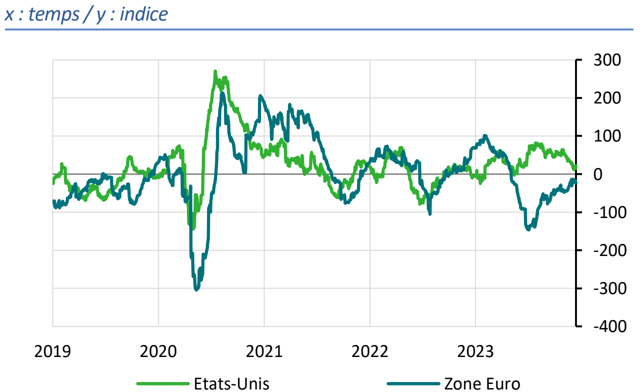
Source : Bloomberg

Note : Les anticipations de taux sont déduites des swaps indexés au jour le jour sur l'ESTR et de futures Fed funds

Dernier point : 15 décembre 2023

Graphique 1.8 : Citigroup Economic Surprise Index Zone Euro vs US

x : temps / y : indice



Source : Bloomberg

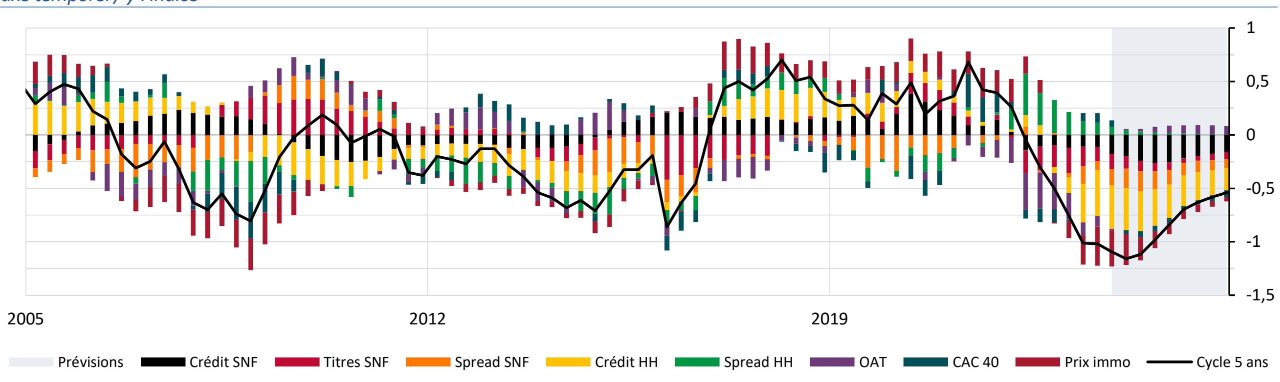
Note : Un indice positif indique une performance économique générale supérieure aux anticipations de marché, et un indice négatif indique une performance économique générale inférieure aux anticipations de marché.

Dernier point : 15 décembre 2023

Le cycle financier devrait atteindre son point bas au premier trimestre 2024 (cf. graphique 1.9). Le cycle financier a commencé à se resserrer à partir du troisième trimestre 2021 sous l'effet d'une remontée rapide des taux d'intérêt et d'une normalisation du rythme de la distribution de crédit. Cette normalisation rapide s'est opérée sans heurt et devrait permettre, si elle reste ordonnée, de réduire les vulnérabilités structurelles du système financier, avec une tendance au désendettement des ménages et des entreprises, des réallocations de portefeuilles vers des actifs plus sûrs et un impact positif à terme sur la rentabilité des banques et des assurances. Toutefois, la transmission des hausses de taux passées sur les conditions de financement est toujours en cours et son impact sur les acteurs les plus vulnérables pourrait s'accentuer si les taux se maintenaient à des niveaux élevés sur une période plus longue qu'anticipé. Le système financier reste par ailleurs exposé au risque de nouveaux chocs sur les taux d'intérêt (cf. encadré 1.2 ci-dessous), par exemple en cas de surprise négative sur la trajectoire d'inflation qui pourrait se traduire par une révision à la hausse des anticipations de taux directeurs ou en cas de remontée des taux à long terme sous l'effet d'une hausse de la prime de terme (cf. *infra*).

Graphique 1.9 : Évolution du cycle financier

x : axe temporel / y : indice



Source : calculs Banque de France

Notes : L'indicateur du cycle financier est construit à partir de 8 variables sous-jacentes : la variation sur 2 ans de l'encours de crédit des sociétés non-financières domestiques par les institutions financières monétaires domestiques ; la variation sur 2 ans de l'encours des titres de dette émis par les sociétés non-financières domestiques ; la variation sur 2 ans de l'encours de crédit aux ménages et ISBLSM résidents par les établissements de crédit domestiques ; la croissance sur un an des prix de l'immobilier résidentiel ; le changement sur un an des taux souverains à 10 ans ; le rendement annuel du CAC 40 ; l'écart entre le taux moyen des crédits à l'habitat et l'OAT à 10 ans ; l'écart entre le taux moyen des crédits aux sociétés non-financières et l'OAT à 10 ans. Plus la valeur du cycle est positive et en hausse, plus il indique un assouplissement des conditions de financement ; en revanche des valeurs négatives et orientées à la baisse du cycle correspondent à des périodes de resserrement des conditions financières et peuvent signaler en avance des épisodes de stress financier voire de crise systémique.

Encadré 1.2 : La remontée des taux se transmet progressivement à l'économie et aux intermédiaires financiers

La hausse des taux d'intérêt altère les arbitrages temporels des agents économiques et financiers et affecte le cycle économique. En effet, une hausse des taux d'intérêt entraîne une hausse du coût de la dette et de la rémunération de l'épargne. Les agents économiques sont alors incités à préférer l'épargne financière à la consommation et à l'épargne physique, et le financement par capitaux propres plutôt que l'endettement pour préserver leur solvabilité. Ainsi, les ménages français conservent un taux d'épargne supérieur à celui de la période pré-Covid (17 % au premier trimestre 2023, contre 14 % en moyenne entre 2000 et 2019). La demande agrégée baisse avec la consommation et l'investissement, entraînant un ralentissement de la production et de l'activité économique. Pour les emprunteurs, la hausse des charges d'intérêt se combine au ralentissement de l'activité et grève la soutenabilité de la dette. La vitesse de transmission de la hausse des taux à la charge de la dette des agents dépend de leur structure d'endettement : l'endettement majoritairement à taux fixes en France et le rallongement des maturités lissent la transmission du coût des hausses de taux dans le temps, en fonction du renouvellement de la dette. Cet impact sera d'autant plus fort que la remontée des taux est durable compte tenu du renouvellement progressif de leur stock de dettes.

La hausse des taux d'intérêt se transmet au système financier en diminuant la valeur des actifs financiers existants par la hausse du taux d'actualisation. Dans un premier temps, la remontée des taux, en diminuant la valeur de marché des actifs existants, peut baisser la valeur des titres détenus par les intermédiaires financiers. Lorsque ces titres sont comptabilisés à la juste valeur ou à la valeur de marché, la dévalorisation se transmet directement à l'actif. Autrement, la hausse des taux entraîne des moins-values latentes, qui ne seront perceptibles qu'à la vente du titre, avec un impact négatif sur la solvabilité. Ces risques sont limités pour les banques et les assureurs français, dont les sources de financement sont stables. Les moins-values latentes au portefeuille des six principaux groupes bancaires français sont faibles par rapport au montant des fonds propres[32], et les assureurs français bénéficient d'un taux de couverture du capital de solvabilité stable et élevé (255 % fin juin 2023). Dans un second temps, la rentabilité des intermédiaires financiers s'améliore si la rémunération des titres à leur actif augmente davantage que la rémunération des dépôts à leur passif. La transmission de la hausse des taux à la profitabilité des banques peut cependant être retardée si la réévaluation des dépôts est plus rapide que la réévaluation des crédits bancaires. Pour les assureurs, la hausse du taux d'actualisation abaisse la valeur présente des engagements et affecte positivement leur profitabilité, l'effet sur le passif étant plus fort que sur l'actif.

Pour les intermédiaires financiers, les impacts seront nuancés. La baisse de valeur des titres obligataires peut à court terme se traduire par des impacts négatifs sur la solvabilité ou sur la liquidité des acteurs, en cas notamment de retraits des investisseurs. Ces risques apparaissent limités pour les banques et les assureurs français, dont les sources de financement sont stables and les moins-values latentes faibles, malgré la hausse des taux d'intérêt.À moyen terme, une remontée durable des taux longs permet une remontée de la rentabilité de l'actif. Enfin, un nouveau choc brutal sur les taux d'intérêt viendrait renforcer la volatilité des marchés, alimentant le risque d'une correction désordonnée.

1.2 Les marchés anticipent un atterrissage en douceur de l'économie mais restent exposés au risque de chocs macroéconomiques ou géopolitiques

Une importante volatilité des taux longs au second semestre 2023

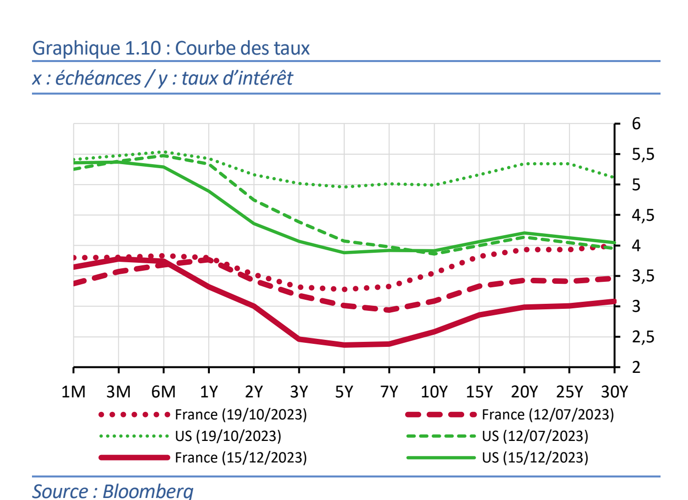
Les taux d'intérêt de long terme ont fortement augmenté aux mois de septembre et octobre, dans un mouvement global largement déterminé par les taux d'intérêt américains, avant de refluer. Le taux souverain

américain à 10 ans a atteint 5 % en octobre 2023, au plus haut depuis 2007 et en hausse de 103 points de base par rapport à fin juillet 2023, avant de repasser sous le niveau de 4 % mi-décembre. Les taux de long terme français et allemands ont augmenté de façon plus limitée, de respectivement 53 et 46 points de base sur la maturité à 10 ans entre juillet 2023 et octobre 2023 (cf. graphique 1.10). Cette hausse semble avoir résulté pour l'essentiel d'une contagion en provenance des États-Unis, alors que la corrélation entre les taux longs français et américains reste stable et à des niveaux élevés au cours du second semestre 2023 (cf. graphique 1.11).

L'épisode de remontée des taux d'intérêt de long terme reflète à la fois le contexte économique plus dynamique qu'anticipé aux États-Unis et une évolution de l'équilibre entre l'offre et la demande de titres souverains. Les révisions des anticipations de taux courts futurs n'expliquent qu'une partie du mouvement. Une analyse de la structure par terme des taux d'intérêt indique que la hausse des taux longs s'explique pour l'essentiel par une remontée de la prime de terme, à savoir la compensation demandée par les investisseurs pour détenir des titres de long terme plutôt que des titres de court terme. Cette prime de terme n'est pas directement observable et doit être estimée (cf. encadré 1.3). Les incertitudes autour de la politique budgétaire fédérale aux États-Unis et le niveau élevé d'émissions de dette ont pu participer à la remontée de la prime de terme. Par ailleurs, la normalisation en cours des bilans (resserrement quantitatif) des banques centrales implique une augmentation des volumes de dette souveraine à absorber par les autres investisseurs, et se traduit en France comme aux États-Unis, par une progression des détentions par des investisseurs plus sensibles au niveau des taux d'intérêt (cf. partie 1.4 et encadré 1.5).

Graphique 1.10 : Courbe des taux

x : échéances / y : taux d'intérêt



Source : Bloomberg

Dernier point : 15 décembre 2023

Graphique 1.11 : Corrélation des taux souverains à 30 ans et à 20 ans français et américains

x : axe temporel / y : coefficient de corrélation

Sources : Bloomberg, calculs Banque de France

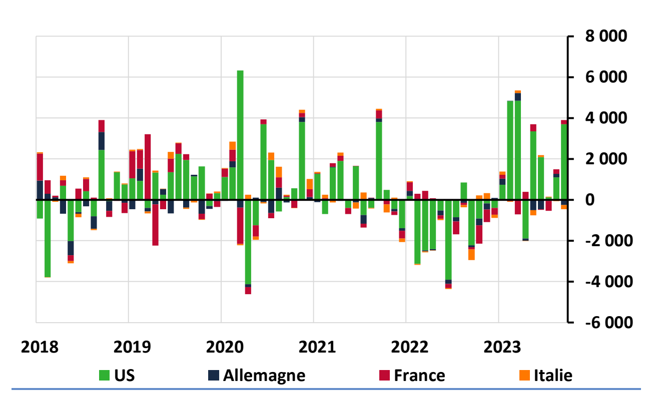
Note : Corrélation 2 mois entre les OAT à 30 ans / 20 ans (FR) et les UST à 30 ans / 20 ans (US)

Dernier point : 15 décembre 2023

Des facteurs internationaux pourraient continuer de peser sur l'évolution des taux d'intérêt de long terme européens au cours des prochains mois. Aux États-Unis, les participants de marché anticipent une nouvelle hausse sensible des volumes d'émissions d'obligations souveraines en 2024, y compris sur les maturités longues, ce qui pourrait induire de nouvelles pressions à la hausse sur les primes de terme. Par ailleurs, la demande des investisseurs japonais sur les marchés de dette souveraine américains et européens pourrait baisser en cas de normalisation de la politique monétaire de la Banque du Japon. Alors que les perspectives d'inflation sont revues à la hausse (2,7 % pour 2023 en octobre 2023, contre 2,3 % en avril 2023) une partie des participants de marché anticipe un abandon ou une nouvelle flexibilisation du contrôle de la courbe des taux, ce qui pourrait inciter les investisseurs japonais à réallouer une partie de leurs capitaux sur le marché intérieur. Cependant, une partie de cet ajustement pourrait déjà avoir eu lieu. En effet, le surplus de rendement des obligations souveraines américaines et européennes par rapport aux obligations japonaises est négatif, après couverture de change (cf. graphique 1.13), ce qui limite leur attractivité. Les détentions japonaises d'*US Treasuries* ont diminué de 18 % entre février 2022 et décembre 2022, mais les flux d'investissements japonais sont redevenus acheteurs nets depuis janvier 2023. Les flux sont légèrement vendeurs nets sur les obligations souveraines européennes (cf. graphique 1.12).

Graphique 1.12 : Flux des investissements japonais sur les marchés obligataires

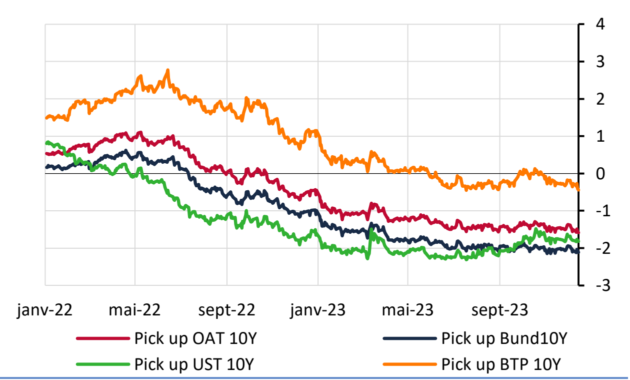
x : axe temporel / y : trillions de JPY



Sources : Bloomberg, calculs Banque de France
Note : Un flux positif signifie une position acheteuse. Un flux négatif signifie une position vendeuse
Dernier point : octobre 2023

Graphique 1.13 : Surplus de rendement des obligations souveraines pour les investisseurs japonais, avec couverture de change

x : axe temporel / y : pourcentages

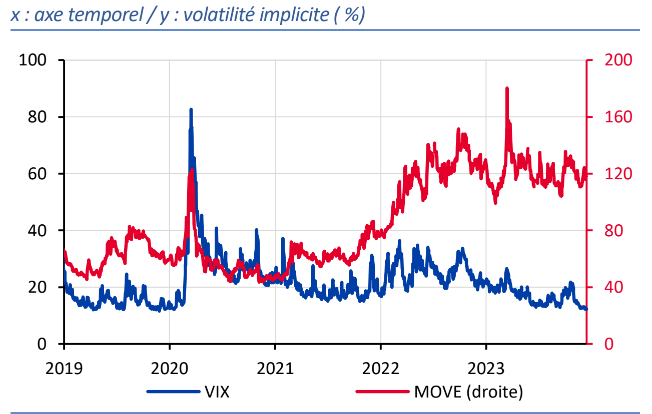


Sources : Bloomberg, calculs Banque de France
Note de lecture : Surplus de rendement sur les US 10 ans et EGB 10 ans, net du coût de couverture contre le risque de change à 3 mois en moyenne mobile, par rapport au rendement obligataire japonais à 10 ans
Dernier point : 15 décembre 2023

Dans ce contexte, les marchés obligataires sont restés très volatils en 2023 (cf. graphique 1.14). Des pics de volatilité sur les marchés peuvent déstabiliser les participants de marché les vulnérables, notamment les intermédiaires financiers non bancaires exposés au risque de liquidité et au levier (cf *infra*). Une volatilité accrue peut également perturber le fonctionnement du marché, en réduisant sa liquidité. La liquidité du marché des obligations souveraines de la zone euro est toujours inférieure à son niveau de mi-2021 selon certains indicateurs mais elle tend à se stabiliser et les marchés obligataires sont restés fonctionnels depuis le début de la remontée des taux (cf. graphique 1.15).

Graphique 1.14 : Volatilité implicite des actions (VIX) et des obligations (MOVE)

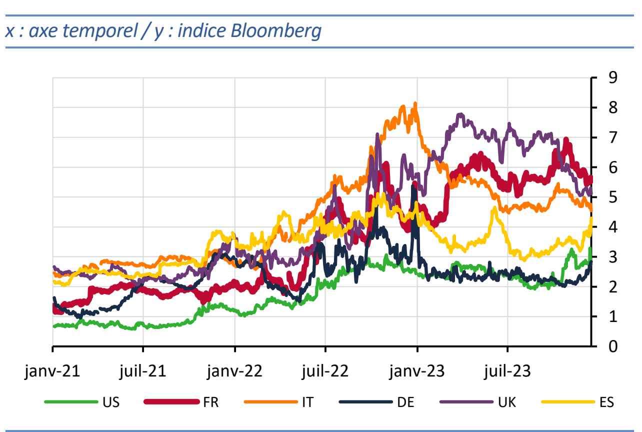
x : axe temporel / y : volatilité implicite (%)



Sources : Bloomberg, calculs Banque de France.
Note : Le VIX est un indicateur de volatilité implicite du S&P 500, qui infère des prix des options à 1 mois la volatilité attendue par les acteurs de marché. Le MOVE 3M est un indice de volatilité implicite du marché des bons du Trésor américains qui infère des prix des options à 3 mois la volatilité attendue.
Dernier point : 15 décembre 2023

Graphique 1.15 : Indicateur de liquidité des obligations souveraines

x : axe temporel / y : indice Bloomberg



Sources : Bloomberg, indices GVLQ
Note : L'indice de liquidité des titres d'Etat mesure l'écart entre les rendements observés et les rendements attendus par un modèle de juste valeur. Plus l'indice est élevé, plus la liquidité est détériorée.
Dernier point : 15 décembre 2023

Encadré 1.3 : Quels sont les déterminants du mouvement de hausse des taux longs au second semestre 2023 ?

Les taux longs ont augmenté de juillet à octobre, de façon très nette aux États-Unis (environ +100 points de base entre juillet et octobre 2023 pour les taux OIS [*overnight index swap*] à 10 ans), et dans une proportion moindre en zone euro (environ +50 points de base sur la même période) avant d'entamer une baisse depuis début novembre. La hausse a été tirée largement par la remontée de la partie longue de la courbe des taux *forward,* visible sur les graphiques 1.16 et 1.17, tandis que la baisse est généralisée sur tous les horizons dès 1 an.

Graphique 1.16 : Taux OIS forward (zone euro)

x : axe temporel / y : taux (%)

0Y1Y 1Y1Y 2Y1Y 3Y1Y 4Y1Y 5Y1Y 6Y1Y 7Y1Y 8Y1Y 9Y1Y

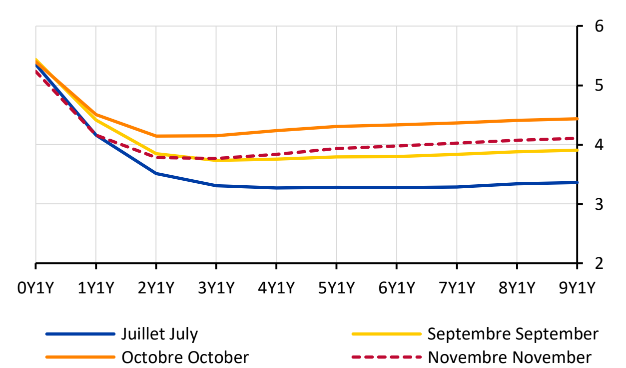
2 2,5 3 3,5 4

Juillet Septembre Octobre Novembre

Sources : Bloomberg, calculs Banque de France
Note : L'axe des abscisses représente les taux forward un an à différents horizons. Ex : 7y1y se lit comme le « taux à un an dans 7 ans »
Dernier point : novembre 2023

Graphique 1.17 : Taux OIS forward (Etats-Unis)

x : axe temporel / y : taux (%)



Sources : Bloomberg, calculs Banque de France
Note : L'axe des abscisses représente les taux forward un an à différents horizons. Ex : 7y1y se lit comme le « taux à un an dans 7 ans »
Dernier point : novembre 2023

Pour comprendre la cause de cette hausse de taux longs, il faut revenir sur leurs déterminants. Les taux longs (i_{lt}) peuvent être décomposés en une partie « anticipations de trajectoire des taux d'intérêt de court terme futurs » (i_{st})et une prime de terme (tp_t):

$$(1 + i_{lt})^n = \underbrace{E_t\left[\left(1 + i_{st}^{year\ 1}\right)\left(1 + i_{st}^{year\ 2}\right)\dots\left(1 + i_{st}^{year\ n}\right)\right]}_{\textit{Anticipations des taux courts futurs}} + tp_t$$

La partie anticipée découle de la théorie des anticipations selon laquelle le rendement d'une obligation de long terme doit être égal au rendement espéré d'un renouvellement d'obligations de court terme dont la maturité totale est celle de l'obligation de long terme[33]. Cette égalité théorique repose sur des hypothèses fortes (agents rationnels, neutres au risque et marchés parfaits) et n'est pas vérifiée empiriquement, ce qui implique l'existence d'une *prime de terme* qui peut fluctuer au cours du temps.

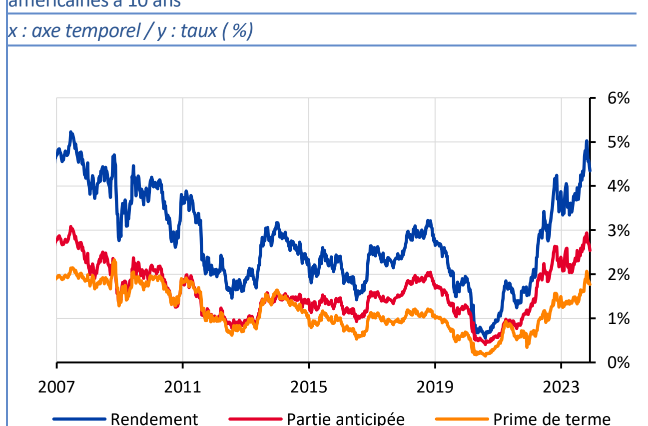
La prime de terme correspond à la compensation exigée par les investisseurs pour acheter une obligation de long terme plutôt que de renouveler une dette de plus court terme. Cette prime est exigée par les investisseurs pour les rémunérer de la prise de risques variés. Parmi les risques concrets pour lesquels les investisseurs exigent d'être rémunérés, on peut distinguer :

- **le risque sur les taux futurs** qu'il soit associé à une évolution des taux directeurs ou à l'équilibre entre l'offre et la demande de titres ;
- **l'évolution attendue de l'inflation**, qui influence la prime de risque d'inflation;
- **le risque de défaut de l'emprunteur** ;
- **le risque d'illiquidité**, c.à.d. la difficulté à céder la créance à un autre agent.

Ainsi, une hausse des taux longs peut provenir d'une remontée des taux anticipés, mais aussi d'une hausse de la prime de terme, due à une augmentation des risques ou à une réévaluation de l'appétit pour le risque.

Graphique 1.18 : Décomposition du rendement des obligations souveraines américaines à 10 ans

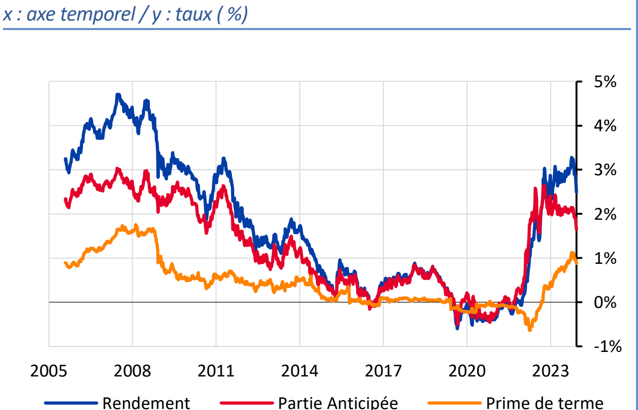
x : axe temporel / y : taux (%)



Sources : calculs Banque de France
Dernier point : 29 novembre 2023

Graphique 1.19 : Décomposition des taux OIS à 10 ans en zone euro

x : axe temporel / y : taux (%)

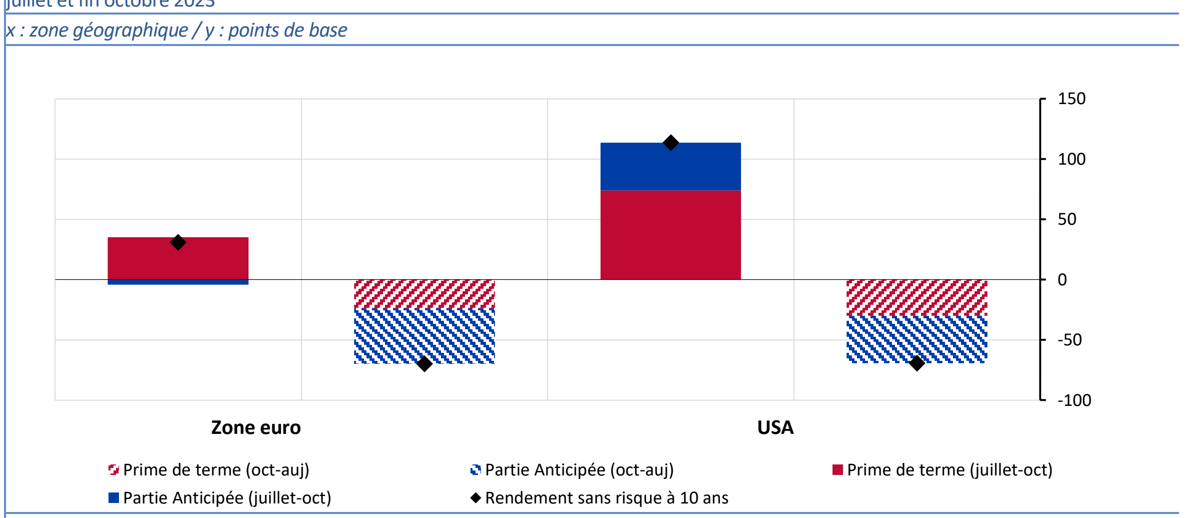


Sources : calculs Banque de France
Dernier point : 6 décembre 2023

Une décomposition des taux américains réalisée à partir de la méthodologie de Golinski et Spencer (2023)[34] indique qu'un peu plus de 60 % de la hausse des taux à 10 ans américains entre juillet et octobre 2023 proviendrait d'une réévaluation à la hausse de la prime de terme (cf. graphique 1.20). La hausse de la prime de terme en zone euro a été moins marquée qu'aux États-Unis sur la même période, mais elle explique la totalité de la hausse des taux longs. Depuis début novembre, c'est principalement la partie anticipée qui tire les taux longs à la baisse aux États-Unis comme dans la zone euro.


Graphique 1.20 : Contributions de la prime de terme et de la partie anticipée à la variation des rendements sans risque à 10 ans entre début juillet et fin octobre 2023

x : zone géographique / y : points de base



Sources : calculs Banque de France
Dernier point : 29 novembre 2023

---

[33] Autrement dit, il est équivalent d'acheter une obligation dont la maturité est de dix ans, ou d'acheter une obligation de maturité 1 an et de la renouveler tous les ans pendant 10 ans

[34] "Unconventional monetary policies and the yield curve: Estimating non-affine term structure models with unspanned macro risk by factor extraction", A Goliński et P Spencer, *The Review of Asset Pricing Studies.*

Les marchés actions restent exposés au risque d'une dégradation des perspectives économiques

Les indices boursiers ont légèrement progressé sur l'ensemble du second semestre 2023, avec une hausse de +2,9 % pour le CAC 40 entre juillet et mi-décembre 2023, contre +3,3 % pour l'Eurostoxx 50 et +6 % pour le S&P500. Le CAC 40 a retrouvé son plus haut historique en décembre 2023, en dépassant les 7500 points, porté notamment par une amélioration des prévisions de croissance des grandes entreprises françaises.

Les indicateurs de valorisation des actions françaises sont en net repli par rapport à fin 2021, à un niveau qui reste néanmoins élevé d'un point de vue historique. Pour déterminer l'existence d'une potentielle survalorisation, il convient de rapporter les évolutions des prix aux fondamentaux[35] des entreprises à travers des métriques de valorisation comme le ratio CAPE (cyclically adjusted price-to-earnings ratio)[36]. Au 1er décembre 2023, le ratio CAPE moyen du CAC 40 s'établissait à 28, stable par rapport à janvier 2023 mais en forte baisse au regard du niveau de janvier 2022 (36,7). Les valorisations des actions françaises restent néanmoins élevées dans une perspective historique, le ratio CAPE s'élevant à 22,8 en moyenne entre 2000 et 2023.

Le niveau relativement élevé des valorisations des actions dissimule une large hétérogénéité sectorielle et géographique. Les valorisations des actions françaises sont tirées en particulier par les secteurs de la consommation discrétionnaire (notamment le luxe) et de la technologie (cf. graphique 1.21). À contrario, les actions émises par les institutions financières et les entreprises de télécommunications apparaissent peu valorisées (CAPE de 9 et 12, respectivement, contre 28 pour l'indice CAC 40 au 1er décembre 2023). En comparaison internationale, le ratio cours-bénéfice des actions françaises est supérieur à celui de la plupart des marchés européens, notamment l'Allemagne, l'Italie et le Royaume-Uni, mais reste bien en deçà du niveau de valorisation des actions américaines (cf. graphique 1.22).

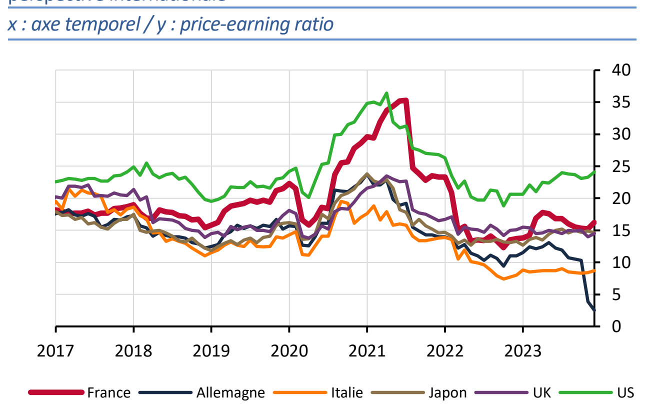
Graphique 1.21 : Forte hétérogénéité sectorielle au sein des valorisations de l'indice CAC40

x : axe temporel / y : CAPE ratio

Sources : Eikon Refinitiv, IBES, Fred, calculs Banque de France.
Note : Le Cyclically adjusted price-to-earnings ratio (CAPE) est calculé en divisant la capitalisation boursière par la moyenne du résultat net, ici sur cinq ans, ajusté de l'inflation.
Dernier point : 1er décembre 2023

Graphique 1.22 : Les valorisations françaises sont élevées dans une perspective internationale

x : axe temporel / y : price-earning ratio



Source : Datastream Refinitiv.
Note : Price-earnings ratio fondé sur les derniers résultats publiés par les entreprises incluses dans les indices pays de Datastream.
Dernier point : 1er décembre 2023

La prime de risque sur le marché actions français[37] reste faible au regard des perspectives économiques dégradées. La prime de risque sur les actions est le taux de rendement additionnel que les investisseurs exigent pour apporter leur capital aux entreprises françaises par rapport au taux des obligations souveraines françaises.[38] Après avoir atteint en début d'année son niveau le plus bas depuis 2000 (5,3 %), la prime de risque des actions du

[35] Les prix des actions reflètent théoriquement les revenus futurs, actualisés au taux sans risque augmenté de la prime de risque exigée par les investisseurs, et fluctuent en fonction de ces composantes.
[36] Cyclically adjusted price-to-earnings ratio : calculé en divisant la capitalisation boursière par la moyenne du résultat net, ici sur cinq ans, ajusté de l'inflation.
[37] La prime de risque action est le taux de rendement additionnel demandé par les investisseurs pour détenir des actions par rapport à une obligation française 10-ans.
[38] La prime de risque est un concept tourné vers l'avenir, non observable, qui est déduit des prix de marché, des anticipations de croissance des bénéfices par les analystes financiers et du niveau des taux sans risque à l'aide d'un modèle d'actualisation des dividendes.

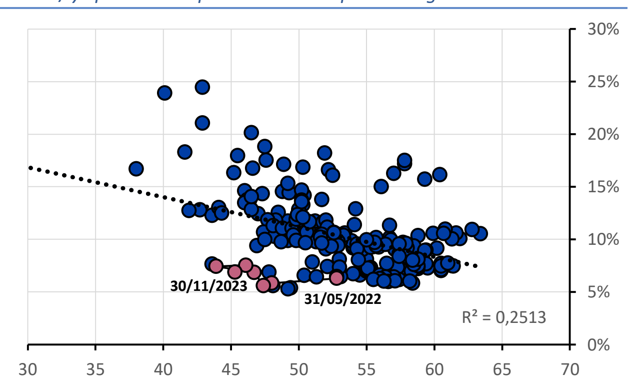
CAC 40 est légèrement remontée au second semestre 2023 (6,8 % au 1er décembre 2023). Cette prime reste néanmoins inférieure à sa moyenne de long terme (9 % en moyenne entre 1995 et 2023). La prime de risque sur les actions est particulièrement faible compte tenu du ralentissement de l'activité économique. Selon nos estimations, la prime devrait se situer aux alentours de 13 % (contre 6,8 % au 1er décembre 2023) dans cet environnement macroéconomique (cf. graphique 1.23). Les investisseurs ne semblent donc pas avoir pleinement intégré la détérioration des perspectives de croissance dans leur évaluation des prix des actions françaises. Par conséquent, le marché des actions reste vulnérable à une hausse soudaine de l'aversion au risque des investisseurs.

La faiblesse de la prime de risque s'explique notamment par la remontée des taux de marché des obligations souveraines (cf. graphique 1.24). Les rendements espérés par les investisseurs sur les actions du CAC 40 ont pratiquement doublé depuis le début de l'année 2022, en raison de la hausse des perspectives de croissance des bénéfices, passant de 6 à 10 % au 1er décembre 2023. Toutefois, cette augmentation a été largement compensée par la remontée des taux de marché des obligations souveraines. Les rendements espérés des actions du CAC 40 restent donc peu attractifs par rapport aux rendements obligataires d'un point de vue historique et ne semblent pas refléter les risques d'une détérioration du contexte macroéconomique. Cette faible attractivité accroît le risque de correction sur les marchés actions et explique en partie pourquoi les investisseurs ont accru leurs détentions d'obligations depuis la fin de l'année 2022 (cf. infra).

La volatilité des marchés actions reste relativement faible en 2023 mais l'adoption croissante des modèles d'intelligence artificielle pourrait accroître le risque de pic de volatilité sur les marchés actions. L'utilisation de l'intelligence artificielle dans les stratégies d'allocation de portefeuilles présente un risque pour la stabilité financière lié à la volatilité des marchés et à la liquidité. L'utilisation d'un même modèle d'intelligence artificielle par un grand nombre d'acteurs de marché pourrait engendrer un comportement grégaire d'investissement directionnel. Cette convergence des stratégies d'investissement pourrait engendrer des épisodes de stress de liquidité et des krachs éclairs en cas de débouclement brutal de positions[39].

Graphique 1.23 : La prime de risque des actions est faible par rapport aux perspectives macroéconomiques

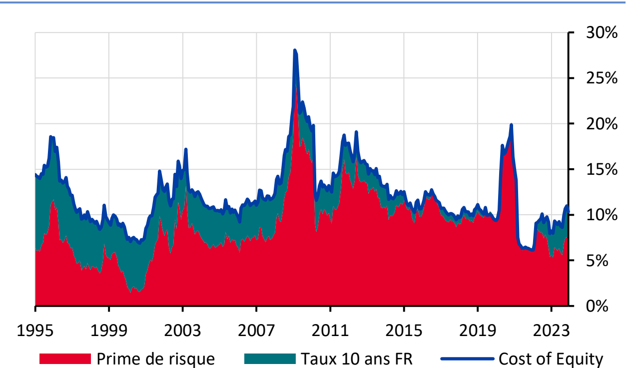
x : PMI / y : prime de risque du CAC 40 en pourcentage



Sources : Eikon Refinitiv, IBES, Fred, S&P Global, calculs Banque de France.
Note : L'indice PMI (Purchasing Managers Index) est un indice établi à partir d'enquêtes mensuelles auprès des directeurs d'achat des grandes entreprises françaises. Un indice supérieur à 50 traduit une expansion économique par rapport au dernier mois, et un indice inférieur à 50 traduit une contraction. La courbe en noir représente la droite de régression entre la prime de risque du CAC40 et le niveau du PMI, estimée entre 2005 et 2023.
Dernier point : 1er décembre 2023

Graphique 1.24 : La prime de risque des actions du CAC40 reste faible en raison de la remontée des rendements obligataires

x : axe temporel / y : rendement attend en pourcentage



Sources : Eikon Refinitiv, IBES, Fred, calculs Banque de France.
Note : Le Cost of Equity (CoE) est une mesure du coût des fonds propres d'une entreprise, estimée à partir du prix des actions de l'entreprise et des prévisions des analystes financiers sur les performances futures du titre (modèle d'actualisation des dividendes). Le CoE correspond donc au taux de rendement espéré par les actionnaires. La prime de risque est donc déduite du niveau du CoE, par soustraction des taux sans risque. Cette prime de risque est fonction du niveau d'aversion au risque global des investisseurs, de la dépendance de l'entreprise au contexte économique et financier et potentiellement du risque idiosyncratique de la firme.
Dernier point : 1er décembre 2023

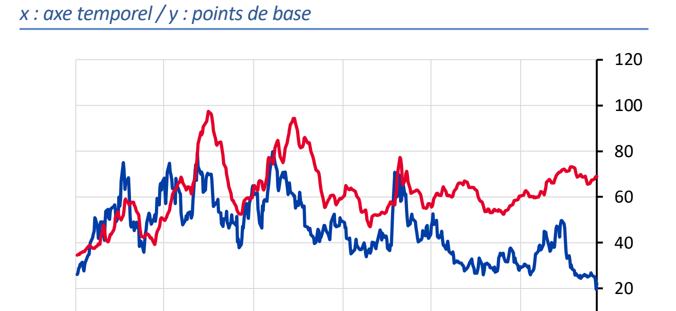
Les rendements des obligations d'entreprises restent également sensibles à une remontée de l'aversion au risque. Les *spreads* de crédit sur la dette de marché des entreprises françaises, après une forte augmentation en

[39] OCDE – Generative AI in Finance – 2023

2022 et une baisse entre novembre 2022 et début 2023, restent globalement stables au second semestre sur le segment des titres cotés *investment grade* (IG) et sur celui des titres cotés *high yield* (HY). Globalement, ces *spreads* restent corrélés à la volatilité du marché qui se maintient sur des niveaux relativement faibles, comme sur les marchés des actions (cf. graphiques 1.25 et 1.26).

Graphique 1.25 : Spread de crédit et volatilité de la dette « IG » des SNF françaises

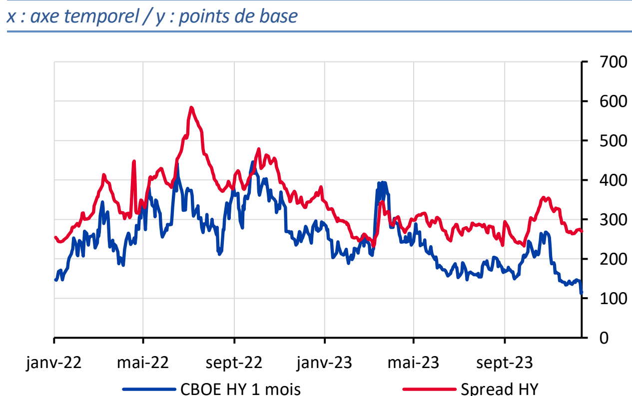
x : axe temporel / y : points de base



Sources : CSDB, Eikon, calculs Banque de France
Note : les spreads sont ajustés des options, la courbe « CBOE VIX IG 1 mois » correspond à l'indice de volatilité implicite des spreads de crédit des obligations d'entreprises cotées investment grade
Dernier point : 14 décembre 2023

Graphique 1.26 : Spread de crédit et volatilité de la dette « HY » des SNF françaises

x : axe temporel / y : points de base



Sources : CSDB, Eikon, calculs Banque de France
Note : les spreads sont ajustés des options, la courbe « CBOE VIX HY 1 mois » correspond à l'indice de volatilité implicite des spreads de crédit des obligations d'entreprises cotées high yield
Dernier point : 14 décembre 2023

1.3 Une correction de marché désordonnée pourrait entraîner des tensions de liquidité pour les intermédiaires financiers non bancaires les plus vulnérables

De nouveaux pics de volatilité sur les taux d'intérêt engendreraient des besoins de liquidité importants pour certains participants de marché

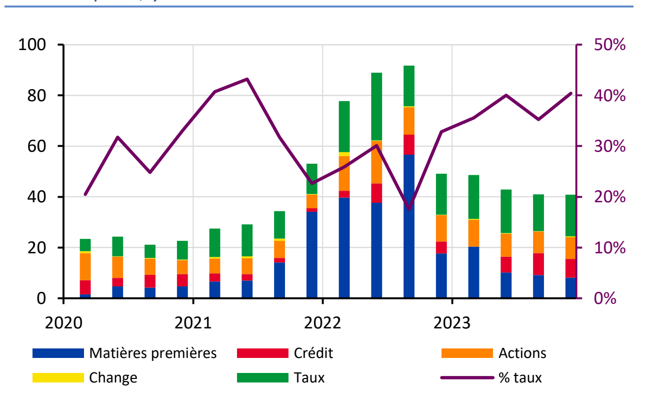
Des mouvements importants sur le marché des taux d'intérêt pourraient entraîner des débouclages désordonnés de positions à effet de levier. Un choc de taux peut provoquer une hausse des appels de marges[40] et donc des besoins de liquidité importants pour les entités exposées aux produits dérivés sur les taux d'intérêt ou aux opérations de mise en pension de titres (*repos*). Ce risque de liquidité, qui peut être particulièrement élevé en cas de recours important à l'effet de levier, est susceptible d'obliger les entités à déboucler leurs positions en urgence, ce qui alimenterait la baisse des prix et affecterait les autres participants de marché. Au Royaume-Uni, le cas des fonds guidés par le passif (*liability-driven investment*) a illustré en septembre 2022 la vulnérabilité des investisseurs de long terme ayant recours à l'effet de levier à la hausse soudaine des taux souverains. De même, un débouclage désordonné des positions à fort effet de levier accumulées sur le marché des bons du Trésor américain pourrait déstabiliser les marchés (cf. encadré 1.4).

Les contreparties françaises se doivent de continuer à gérer attentivement les risques de liquidité associés aux positions de dérivés et de mise en pension de titres. La hausse de la volatilité des taux a conduit les modèles de calibrage des marges des chambres de compensation à augmenter leurs exigences de marges initiales. Par ailleurs, les contreparties françaises ont augmenté leurs expositions aux dérivés de taux depuis 2022. Les marges initiales déposées par les membres compensateurs ont augmenté de 2,4 milliards d'euros entre septembre 2022 et septembre 2023, soit une augmentation de 20 %. Néanmoins, la magnitude de la hausse reste contenue et bien inférieure à ce qui a pu être observé sur le marché de l'énergie au cours de l'été 2022 (cf. graphique 1.27). Les contreparties françaises se sont donc adaptées à une hausse des exigences de marges sur les dérivés de taux, mais elles restent exposées à un risque de liquidité en cas de nouveau pic de volatilité. Par ailleurs, les entités du système financier français sont exposées au risque d'appels de marges sur les opérations de pensions (*repos*). Leurs expositions sur ce marché sont orientées à la hausse depuis début 2022 (cf. graphique 1.28).

[40] Marges initiales et de variation sur les produits dérivés, appels de marges pour compensation de la perte de valeur du collatéral sur les opérations de repo

Graphique 1.27 : Marges initiales reçues par les chambres de compensation sur les dérivés compensés

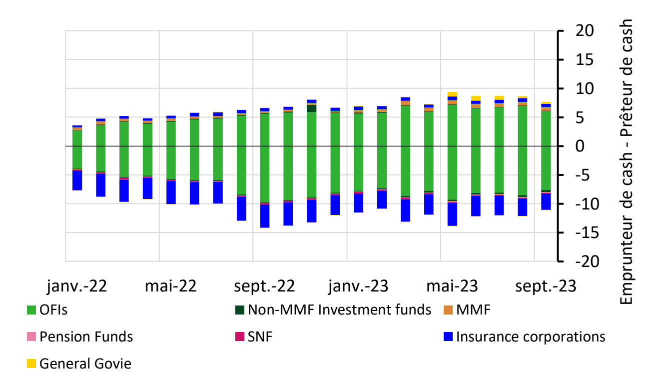
x : axe temporel / y : milliards d'euros



Sources : EMIR – DTCC France, calculs Banque de France
Note : Données portant sur les positions impliquant au moins une contrepartie française.
Périmètre : Le périmètre des données EMIR disponibles à la Banque de France inclut uniquement les transactions réalisées par des entités françaises ou par des entités européennes portant sur des sous-jacents français enregistrées dans le trade repository DTCC.
Dernier point : Décembre 2023

Graphique 1.28 : Évolution des positions des entités françaises non-bancaires sur le marché du repo par secteur

x : axe temporel / y : trillions d'euros



Sources : SFTDS, calculs Banque de France
Note : Données portant sur les transactions impliquant au moins une contrepartie française. Les banques ne sont pas représentées. La catégorie «OFIs bancaires » désigne les OFIs consolidés avec les banques
Dernier point : Novembre 2023

Encadré 1.4 : Le *basis trading* sur le marché des titres du Trésor américain participe au risque de liquidité

La Réserve fédérale américaine (Fed) et la Banque des règlements internationaux (BRI) ont alerté sur l'essor de positions à fort effet de levier prises par des *hedge funds* sur le marché des titres du Trésor américain (*Treasuries*). Ces positions visent à exploiter les faibles écarts de prix entre les *Treasuries* et des contrats financiers à terme (*futures*) sur les mêmes titres (*basis trades).* La Fed a relevé l'accumulation par ces acteurs de positions constituées d'une part de la vente de contrats *futures* et d'autre part d'achats des obligations, financées par le biais d'opérations de mise en pension de titres (*repurchase agreement* ou *repo*). Les fonds misent sur une convergence du prix du futures vers le prix de l'obligation, à mesure que le future se rapproche de son terme.

Le développement du *basis trading* sur le marché des *Treasuries* représente un risque pour la stabilité financière. En effet, cette stratégie repose sur des niveaux élevés de levier financier par le biais des contrats de repo, et de levier synthétique à travers les contrats de futures. En cas de choc de volatilité sur le marché des *Treasuries*, les *hedges funds* risquent de faire face à une hausse brutale des besoins de liquidité liés à des appels de marges pour les besoins de la collatéralisation de leurs opérations de *repo* et de futures. Ces besoins de liquidité pourraient contraindre les fonds à déboucler leurs positions à des prix potentiellement dégradés, alimentant la hausse de la volatilité et une dégradation de la liquidité sur le marché des *Treasuries*. Le *basis trading* avait déjà connu un essor à partir de 2018, et avait participé aux dysfonctionnements importants observés sur le marché des *Treasuries* lors de la crise de la Covid-19 en 2020. En novembre 2023, le montant nominal des positions courtes de *hedge funds* sur les contrats *futures* associés aux bons du Trésor américain était supérieur à son niveau de 2019.

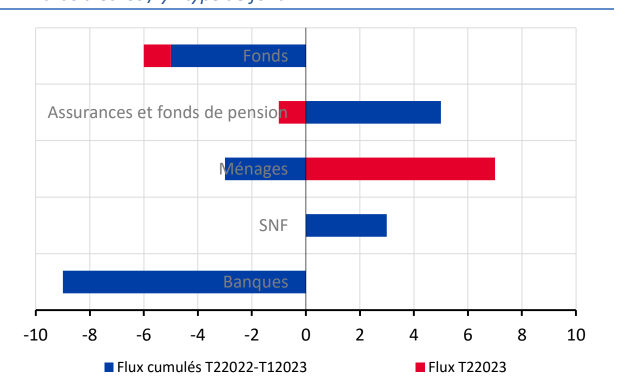
Pour les fonds d’investissement obligataires les plus exposés aux actifs risqués, une hausse de l’aversion au risque augmenterait le risque de liquidité

La hausse des taux et l'incertitude sur l'environnement macrofinancier ont entraîné des réallocations vers des actifs sûrs. Ce mouvement s'observe à la fois au sein des fonds français et européens. Dans un contexte de hausse des taux et d'incertitude sur l'environnement macrofinancier, les fonds monétaires français bénéficient de davantage de collecte que les autres types de fonds français. Cet attrait s'observe notamment depuis la remontée des taux, ces fonds étant principalement utilisés pour de la gestion de trésorerie. Dans une moindre mesure, la même tendance est constatée au sein des fonds obligataires français, avec des différences suivant les stratégies adoptées. Les fonds mixtes, adoptant souvent des stratégies plus risquées, ainsi que les fonds actions, demeurent en décollecte respectivement depuis le troisième trimestre 2022 et le premier trimestre 2021.

Les investisseurs institutionnels réallouent également leurs placements entre les types de fonds français de façon active. L’ensemble des investisseurs semble se tourner vers les fonds monétaires, à l’exception des banques et des SNF sur le second trimestre 2023 (cf. graphiques 1.29 et 1.30). Le comportement des investisseurs varie dans le temps et entre types de secteur institutionnel : les mouvements des assureurs semblent par exemple plus modérés que ceux des fonds eux-mêmes lorsqu’ils sont présents au passif des autres fonds. Néanmoins, l’ampleur des flux reste ordonnée dans un contexte incertain pour les investisseurs.

Graphique 1.29 : Flux des principaux types d’investisseurs au sein des fonds d’investissement non-monétaires français entre le T2-2022 et le T2-2023

x : milliards d’euros / y : type de fond



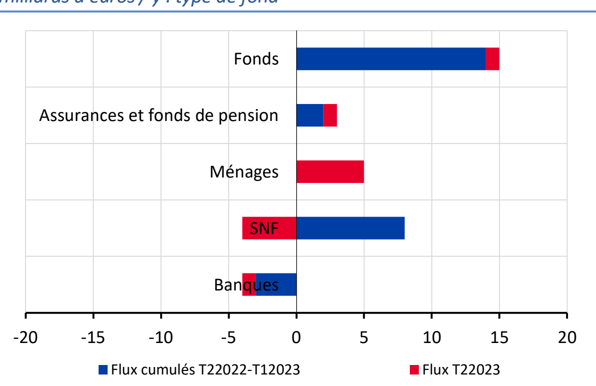
Sources : Banque de France, CSDB, calculs Banque de France

Note : Les flux correspondent aux transactions par type d’investisseurs et type de fonds. Les types de fonds obligataires sont définis par une majorité d’actifs notés IG et étant émis par des SNF (fonds corporate IG), ou HY (fonds corporate HY) au portefeuille. Lorsqu’aucune de ces catégories n’est majoritaire au portefeuille, le fonds obligataire est défini comme « autre obligataire »

Dernier point : T3-2023.

Graphique 1.30 : Flux des principaux types d’investisseurs au sein des fonds d’investissement monétaires français





Sources : Banque de France, CSDB, calculs Banque de France

Note : Les flux correspondent aux transactions par types d’investisseurs

Dernier point : T3-2023.

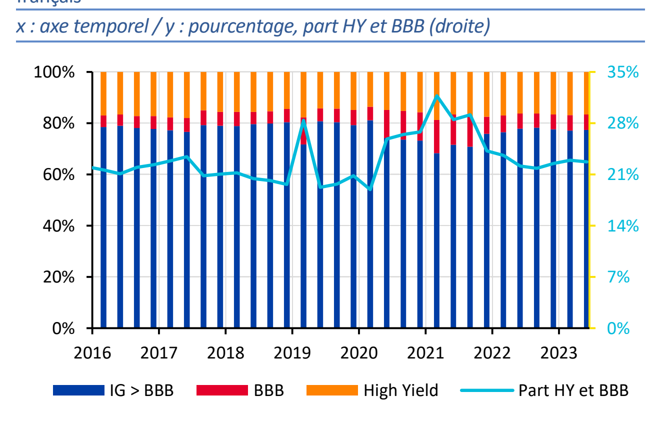
Bien qu’orienté à la baisse, le risque de crédit et de duration des fonds obligataires français demeure élevé. Au deuxième trimestre 2023, ces fonds détiennent 275 milliards d’euros d’actifs soit 18 % des encours des fonds d’investissement non monétaires. L’environnement de taux bas prévalant jusqu’à fin 2021 a incité les investisseurs à rechercher des rendements élevés et à investir dans certains segments d’actifs moins liquides, notamment à travers les fonds obligataires à haut rendement et émergents. Ainsi, la notation moyenne des portefeuilles des fonds obligataires français s’est dégradée entre 2020 et fin 2021 (cf. graphique 1.31). Après une certaine normalisation en 2022, caractérisée par une augmentation de la part des actifs de bonne qualité dans les portefeuilles, la détention d’obligations de notation *high yield* et BBB se stabilise entre le premier et le deuxième trimestre 2023 à un niveau comparable à la moyenne historique observée entre 2015 et 2020 (22 %). De plus, les fonds obligataires restent vulnérables à un choc de taux en raison de la duration[41] élevée de leurs actifs (cf. graphique 1.32). Cet effet est particulièrement notable pour les fonds investissant à majorité dans des obligations

[41] La duration reflète la sensibilité de la valeur d’une obligation à la fluctuation des taux d’intérêt de 1 %.

souveraines de bonne qualité dont la duration reste en hausse. À l'inverse, la duration des fonds détenant une majorité d'obligations d'entreprises à haut rendement poursuit la baisse significative entamée depuis septembre 2021. Ces fonds apparaissent donc moins exposés à un risque de hausse de taux qu'auparavant.

Graphique 1.31 : Notation des titres détenus par les fonds obligataires français

x : axe temporel / y : pourcentage, part HY et BBB (droite)



Sources : Banque de France, CSDB, calculs Banque de France
Dernier point : T2-2023.

Graphique 1.32 : Duration des fonds français par type de fonds

x : axe temporel / y : duration

Sources : Banque de France, CSDB, calculs Banque de France
Dernier point : T2-2023.

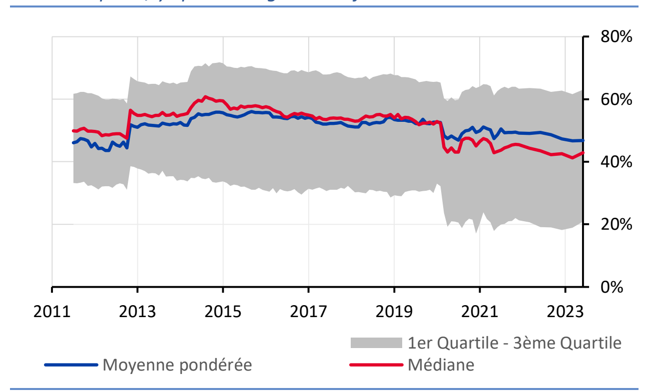
Les fonds obligataires français sont exposés à un risque de liquidité accru. La part d'actifs liquides détenus par les fonds obligataires français (fondée sur une mesure de *bid-ask spread* des actifs des portefeuilles) a décliné progressivement depuis 2014, passant de 61 % en août 2014 à 41 % fin mars 2023 (cf. graphique 1.33). La dégradation est particulièrement marquée pour les fonds les moins liquides, avec un premier quartile qui a diminué de 33 % à 19 % d'actifs liquides dans les portefeuilles. Le déclin progressif de la part d'actifs liquides est principalement le résultat de l'augmentation de la détention d'obligations d'entreprises de notation *high yield.*

Certains fonds d'investissement sont caractérisés par un écart de liquidité important entre l'actif et le passif, particulièrement lorsqu'ils offrent une liquidité quotidienne aux investisseurs pour le rachat de leurs parts et lorsqu'ils allouent une proportion importante de leurs portefeuilles à des actifs peu liquides[42] (par ex. fonds obligataires *high yield*). La hausse de la volatilité sur le marché obligataire a généré une forte dispersion des performances et des mouvements de collecte et de décollecte des fonds obligataires français en 2022 et 2023 (cf. graphique 1.34). En particulier, depuis mai 2023, les fonds investis sur les actifs les plus risqués ont enregistré des décollectes importantes en raison d'un regain d'attractivité des rendements des titres souverains et d'entreprises de bonne qualité. Ce phénomène accroît le risque de décollecte soudaine des fonds pouvant conduire à des ventes forcées dans un contexte où la liquidité des fonds obligataires est dégradée.

[42] À l'actif, les OPC peuvent donc détenir une large gamme d'instruments : à côté de titres hautement liquides en période normale (actions, obligations souveraines notées *investment grade*, actifs monétaires), certains peuvent être négociés sur des marchés peu profonds et moins liquides (comme les obligations d'entreprise *high yield*) voire être illiquides (comme des actifs immobiliers).

Graphique 1.33 : Estimation de la part de liquidité des portefeuilles de fonds obligataires

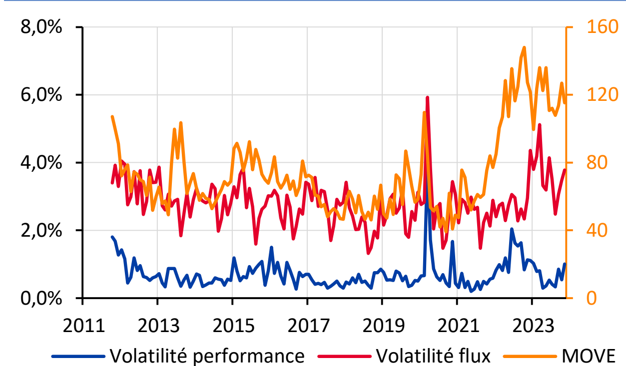
x : axe temporel / y : pourcentage des actifs nets



Sources : OPC, Refinitiv, Banque de France
Note: La part d'actif liquide est estimée en appliquant une décote qui est fonction du bid-ask spread des titres détenus par les fonds obligataires. La décote est décroissante (plus le bid-ask spread d'un titre est élevé plus la décote appliquée est forte) et non-linéaire (la décote marginale a tendance à décélérer à mesure que le bid-ask spread augmente)
Dernier point : T2-2023.


Graphique 1.34 : Volatilité des flux et des performances des fonds obligataires français


x : axe temporel / y : volatilité (gauche) ; MOVE (droite)



Sources : Lipper Refinitiv, Bloomberg, calculs Banque de France
Note : La volatilité est calculée chaque mois en coupe transversale à partir de la dispersion (écart-type) des flux et des performances de l'ensemble des fonds obligataires français. Le MOVE est un indicateur de volatilité implicite des taux du Trésor américain, calculé à partir de la tarification des options
Dernier point : 1er décembre 2023

Les fonds de capitaux non cotés sont exposés à des risques de valorisation dans le contexte de taux élevés et de ralentissement économique

Les fonds immobiliers sont exposés à la remontée des taux par le biais de la dévalorisation des actifs immobiliers et par leur recours à l'effet de levier. Si les risques de ventes forcées sont en hausse, ils restent à ce stade limités. Les fonds immobiliers sont exposés à la remontée des taux de plusieurs manières, du fait de l'impact à la baisse sur les valorisations des actifs immobilier et de leur endettement structurellement élevé. Certains fonds immobiliers ont ainsi diminué la valorisation de leurs parts depuis l'été 2023, notamment sous l'impulsion de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), afin de garantir la transparence du marché. En fonction des différents types de fonds immobilier et en l'absence d'outils de gestion de la liquidité, ces dévalorisations latentes d'actifs immobiliers peuvent entraîner des sorties d'investisseurs[43,44] :

- Les organismes de placement collectif en immobilier (OPCI) professionnels sont dans leur grande majorité considérés en pratique comme des fonds fermés, du fait de leur recours à des périodes de blocage et plafonnements de rachats restrictifs. Ils représentaient 58,7 milliards d'euros d'actif net à fin 2022 ;
- Les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI), qui représentaient 67,7 milliards d'euros d'actif net à fin 2022, sont ouvertes aux rachats, mais à des conditions strictes. Les tensions sur la liquidité de ce type de fonds se sont cependant accrues en 2023. La collecte nette des SCPI, bien que toujours positive, était en net ralentissement (900 millions d'euros au troisième trimestre 2023, contre 2 300 au troisième trimestre 2022). Surtout, les parts en attente de rachat ont largement augmenté, s'établissant à 1,3 % de la capitalisation des SCPI au troisième trimestre 2023, contre une moyenne historique d'environ 0,2 %. Cet indicateur est cependant encore loin des niveaux atteints lors de la crise des années 1990 (3,5 %) ;
- Les OPCI grand public sont *a priori* plus exposés au retrait des investisseurs, mais disposent de réserves obligatoires de liquidité. Ils représentaient 20,3 milliards d'euros d'actif net à fin 2022, et sont en situation de décollecte depuis le quatrième trimestre 2022 (-790 millions d'euros au troisième trimestre 2023).
- Les autres types de fonds immobiliers, souvent structurés en société civile, sont plus exposés au risque de liquidité. Ils représentaient 33,7 milliards d'euros d'actif net à fin 2022, et sont en situation de décollecte depuis le troisième trimestre 2023 (-880 millions d'euros).

[43] Evaluation des risques du système financier français, Banque de France, juin 2023
[44] Source : *Les fonds immobiliers grand public au 3ème trimestre 2023*, ASPIM, novembre 2023 ; *Cartographie des risques*, AMF, juillet 2023.

Alors que les actifs de ces fonds sont peu liquides, ces sorties pourraient matérialiser le risque de liquidité des fonds et les pousser à des ventes forcées, pouvant ainsi amplifier la chute des prix de l'immobilier commercial. Ces difficultés peuvent être accentuées en cas de recours important au levier. Toutefois, si le niveau d'endettement des fonds immobiliers reste plus élevé que la moyenne des autres types de fonds français[45], il reste limité par rapport aux fonds immobiliers européens et en léger repli depuis plusieurs années.

Les fonds de *private equity* (PE) sont exposés à la remontée des taux par le biais de la dette contractée par les SNF dans leur portefeuille, et par la dette des montages financiers de *leveraged buyouts* (LBO). Bien que la dette utilisée pour les LBO ne soit pas détenue au niveau du fonds, mais de holdings intermédiaires, la hausse des taux entraîne une baisse de la valeur latente des LBO[46]. Les LBO représentent 73 % des actifs sous gestion de fonds de PE en Europe[47] (850 milliards de dollars en 2022), et 3300 milliards de dollars d'actifs sous gestion dans le monde. Les SNF détenues par des fonds de PE dans le cadre de LBO sont également plus endettées que des SNF similaires[48], ce qui les expose plus fortement au risque de taux et au risque de refinancement. Ce risque pousse les fonds de PE à repousser les ventes d'actifs en attendant de meilleures conditions de sortie. Les sorties de fonds de PE atteignaient 391 milliards d'euros au deuxième trimestre 2023, soit un niveau moitié moins élevé qu'au deuxième trimestre 2021 (690 milliards d'euros)[49]. Pour faire face aux demandes de sorties de leurs investisseurs, les fonds de PE ont de plus en plus recours à des pratiques de *net asset value financing*, qui consistent en des prêts dont le collatéral est la valeur des actifs des fonds. À ce titre, le collatéral est également fortement exposé au risque de taux, et ce type d'opération augmente le levier financier des fonds de PE. Dans un environnement de taux qui resteraient élevés de manière durable, les fonds de PE pourraient être contraints à vendre leurs actifs et à matérialiser les moins-values latentes.

La concentration des fonds de dette privée sur les segments les plus risqués des marchés de dette augmente leur exposition au risque de crédit dans le contexte de resserrement des conditions de financement. Toutefois, plusieurs acteurs soulignent la part croissante de ces fonds sur le marché des prêts à effet de levier, dans un contexte de hausse des difficultés d'accès aux marchés obligataires et au crédit bancaire pour les SNF les plus risquées. Les fonds de dette privée ont pu fournir des liquidités, non seulement à leurs emprunteurs traditionnels (des entreprises de taille intermédiaire, soutenues par des fonds de *private equity*) mais aussi à des entreprises n'ayant plus accès aux marchés obligataires ou à des prêts syndiqués. Les prêts directs aux SNF, les dettes mezzanines et les prêts pour « situation particulière » représentent respectivement 29,8 %, 30,5 % et 21,7 % des capitaux levés par des fonds de dette privée au premier semestre 2023[50]. Des structures de prêt potentiellement moins solides, comme des clauses moins contraignantes et des hypothèses de remboursement agressives, peuvent augmenter l'exposition des fonds de dette privée au risque de taux. La concentration du marché autour de quelques gestionnaires d'actifs, pour la plupart déjà présents sur le marché du PE, est susceptible de renforcer les interconnexions du secteur. L'opacité des fonds de crédit privés rend difficile l'évaluation du risque pour les investisseurs et pour l'ensemble du système financier. Malgré le dynamisme du marché de la dette privée, celui-ci reste limité en taille : les actifs sous gestion ont été multipliés par quatre en dix ans, atteignant 362 milliards d'euros en Europe en 2022[51].

---

[45] Les prêts représentaient 5,7 % du passif des fonds immobiliers français contre 1,17 % pour l'ensemble des fonds français au quatrième trimestre 2022. Source : BCE, IVF

[46] Private equity : état des lieux et vulnérabilités, Laurent Grillet-Aubert, Autorité des Marchés Financiers, septembre 2023

[47] Source : Preqin, Royaume-Uni inclus

[48] Évaluation des risques du système financier français, Banque de France, juin 2023

[49] Source : Preqin

[50] Source : Pitchbook

[51] Source : Preqin

Les vulnérabilités des marchés de cryptoactifs restent stables, mais la participation d'acteurs institutionnels accentue les interconnexions avec le système financier traditionnel

Les vulnérabilités du marché des cryptoactifs détectées en 2022[52] restent présentes. La « capitalisation » du marché des cryptoactifs est en hausse de 49 % entre fin juin 2023 et le 15 décembre 2023, mais ne représente qu'environ 48 % du pic de 3 000 milliards de dollars atteint en novembre 2021. Cette hausse s'explique par une augmentation de 64 % de la valorisation du bitcoin, qui reste dominant sur le marché des cryptoactifs (58 % de l'encours total à mi-décembre 2023) alors que la part des *stablecoins* est en baisse à 8 % du total du marché (cf. graphique 1.35). L'intérêt des investisseurs pour les cryptoactifs a notamment été alimenté par les récents développements autour des projets de fonds indiciels indexés sur le bitcoin aux États-Unis[53](cf. graphique 1.36).

Les conglomérats cumulant plusieurs rôles sur le marché des cryptoactifs sont des acteurs systémiques au sein de l'écosystème des cryptoactifs. Ils posent un risque de transmission au système financier traditionnel par le biais de leurs dépôts ou de leurs activités d'investissement. Fin 2022, la faillite du conglomérat *FTX*[54] a notamment mis en évidence le manque de transparence et les risques liés aux acteurs cumulant plusieurs rôles sur le marché des cryptoactifs tels que l'émission de *stablecoins*, les services de conservation, d'échanges et de prêts. La forte concentration du marché des cryptoactifs sur ce type d'acteurs peut exacerber les risques structurels, les interconnexions entre les acteurs et par conséquent les conflits d'intérêts et le risque systémique pour l'écosystème des cryptoactifs [55]. Par ailleurs, les risques de transmission au secteur traditionnel sont en hausse, comme l'ont souligné les faillites successives de Silvergate Bank, Silicon Valley Bank et Signature Bank.

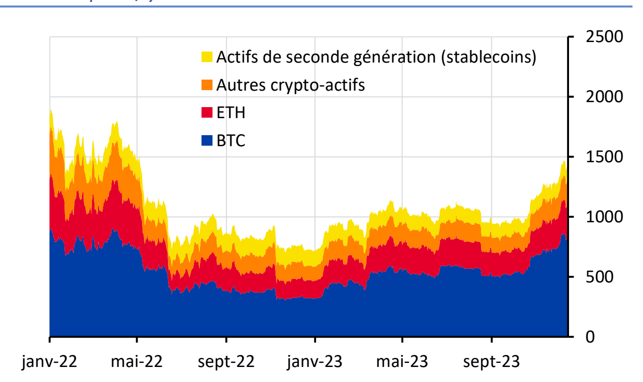
Les institutions financières traditionnelles proposent de plus en plus de services en cryptoactifs. L'engagement croissant des acteurs institutionnels implique un risque accru de transmission au système financier, même si ceux-ci restent limités pour le moment. D'une part, des gestionnaires d'actifs tels que BlackRock, Fidelity et Franklin Templeton, ont déposé des dossiers auprès de la SEC (Securities and Exchange Commission) afin de commercialiser des fonds indiciels indexés sur des cryptoactifs[56]. Ces nouveaux fonds indiciels proposés par des acteurs institutionnels ont renforcé la confiance et l'intérêt des investisseurs qui ont interprété l'intérêt des institutionnels comme une validation du marché des cryptoactifs. D'autre part, le service de paiement en ligne *PayPal*[57] a lancé un *stablecoin* destiné aux clients particuliers. Compte tenu du nombre d'utilisateurs préexistants de PayPal, ce produit semble disposer d'un potentiel d'adoption élevé notamment à des fins d'échange et de paiement. La filiale *Forge* du groupe bancaire *Société Générale*[58], la banque américaine *JP Morgan* et la banque d'investissement brésilienne *BTG Pactual* ont également chacune lancé un *stablecoin*. Ces supports émis par les groupes bancaires sont des innovations proposées à des clients institutionnels souhaitant effectuer des transactions sur des blockchains.

Ces vulnérabilités et interconnexions sont surveillées par les régulateurs nationaux et internationaux. Au niveau européen, le règlement MiCA (*Markets in Crypto-Assets*), qui entrera en vigueur en décembre 2024[59], renforcera le dispositif de supervision des intermédiaires. Ceux-ci devront obtenir un agrément pour proposer leurs services sur cryptoactifs afin de protéger les investisseurs.

[52] Cryptoactifs : l'année 2022 confirme les risques identifiés - Banque de France
[53] Cryptos : la justice américaine ouvre la voie à une démocratisation de l'investissement en bitcoin | Les Échos
[54] ÉVALUATION DES RISQUES Décembre 2022 - Banque de France
[55] Finance « décentralisée » ou « désintermédiée » : quelle réponse réglementaire ? - ACPR, Banque de France - Avril 2023
[56] https://www.blackrock.com/ae/intermediaries/products/326614/ishares-blockchain-and-tech-etf
[57] https://www.paypal.com/us/digital-wallet/manage-money/crypto/pyusd
[58] https://www.sgforge.com/coinvertible/
[59] https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-13198-2022-INIT/en/pdf

Graphique 1.35 : Valorisation des cryptoactifs

x : axe temporel / y : milliards de dollars

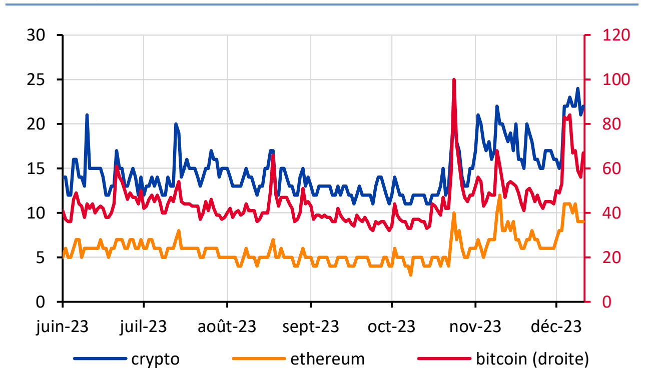


Source: Coingecko

Dernier point : 15 décembre 2023

Graphique 1.36 : Intérêt des investisseurs pour les cryptoactifs (recherches Internet)

x : axe temporel / y : pourcentage



Source : Google Trends - Les tendances Google présentées ici sont mesurées sous la forme d'un indice qui prend la valeur 100 pour le point d'intérêt de recherche le plus élevé pour l'un des trois termes depuis juin 2023.

Dernier point : 11 décembre 2023

1.4 La transmission en cours de la hausse des taux à l'économie réelle pourrait accroître les vulnérabilités des acteurs non-financiers les plus endettés

Les modalités de financement des ménages les protègent d'un impact trop brutal de la remontée des taux, même si celle-ci conduit à un ralentissement de l'endettement

La hausse des taux d'intérêt des prêts immobiliers pèse fortement sur la production de crédits. Les taux d'intérêt des prêts à l'habitat poursuivent leur progression pour atteindre 3,87 % en octobre 2023 hors renégociations (+ 14 points de base par rapport au mois précédent et + 156 points de base par rapport à janvier 2023). Le coût du crédit à l'habitat demeure moins important en France par rapport à la moyenne de la zone euro, mais l'écart se réduit depuis début 2023 (25 points de base en octobre 2023 contre 64 points de base en janvier 2023). Dans ce contexte, la production de crédits à l'habitat hors renégociations atteint 9,2 milliards d'euros en octobre 2023, soit – 43 % par rapport à octobre 2022, date à laquelle la production était encore historiquement élevée. L 'offre de prêts à l'habitat aux ménages reste toutefois plus abondante en France que dans les autres économies européennes (153 milliards d'euros en cumul entre novembre 2022 et octobre 2023, soit + 18 % par rapport à l'Allemagne sur la même période qui a historiquement les niveaux de production de crédits les plus proches).

La dynamique de l'endettement des ménages s'infléchit sous l'effet du ralentissement du crédit à l'habitat qui représente 85 % de l'encours de crédit total aux ménages, un phénomène observé par ailleurs dans d'autres pays européens. La croissance annuelle des encours de crédits à l'habitat aux particuliers résidents poursuit son ralentissement(+ 1,6 % en octobre, après + 1,8 % en septembre), bien que toujours supérieure à la moyenne de la zone euro (+ 0,3 % en octobre2023[60]). La croissance des encours de crédits à la consommation, en ralentissement depuis un an, s'est légèrement redressée en octobre 2023 (+ 2,2 % après + 1,9 % en septembre[61]. De ce fait, l'endettement des ménages en pourcentage du revenu disponible brut a diminué sur trois trimestres consécutifs pour la première fois depuis 1999, passant sous la barre des 100 % en France au deuxième trimestre 2023 Cette baisse est également observée dans les autres pays européens (cf. graphique 1.37). La réduction du taux d'endettement s'est traduite par une baisse du ratio de service de la dette (*debt service ratio* DSR)[62] sur les derniers trimestres, en partie compensée cependant par la hausse des

[60] Source : Banque de France. Notes : Le taux de croissance pour la Zone Euro s'applique à la catégorie des « ménages » qui comprend non seulement les particuliers mais également les entrepreneurs individuels et les institutions sans but lucratif au service des ménages. Si on l'applique aux ménages, le taux de croissance de l'encours du crédit à l'habitat en France est de +1,8 % en octobre 2023.

[61] Source : Banque de France

[62] Le ratio de service de la dette des ménages est défini comme le ratio entre les paiements d'intérêts et l'amortissement de la dette, et le revenu disponible brut des ménages.

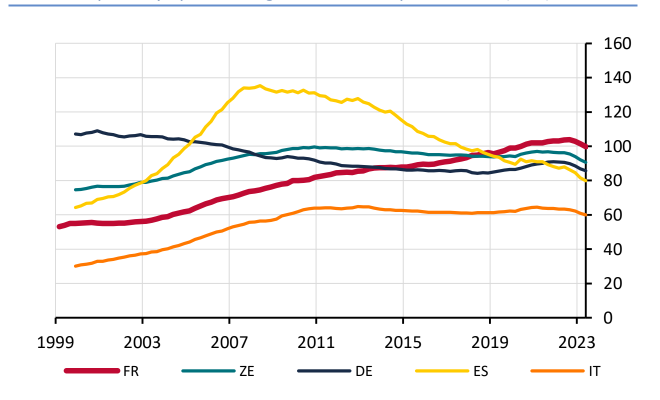
taux d'intérêt : au deuxième trimestre 2023 le DSR a ainsi diminué de 0,2 point de pourcentage (pp) sur un an, après une baisse de 0,1 pp au premier trimestre 2023. Une hausse du taux de chômage pourrait limiter davantage la capacité de remboursement des ménages. Le taux de chômage en France a augmenté à 7,4 % au troisième trimestre 2023, après avoir atteint son niveau le plus bas depuis vingt ans, à 7,1 % au deuxième trimestre 2023. Des perspectives défavorables, et un ralentissement de la croissance pourraient contribuer à une hausse du taux de chômage.

La norme du Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) concernant les prêts immobiliers résidentiels, ainsi que les facteurs de résilience du marché immobilier français, protègent les ménages dans un contexte de resserrement des conditions financières. La norme HCSF[63] a permis de revenir à des conditions d'octroi saines pour prévenir un endettement excessif des ménages, et donc préserver le modèle français de financement de l'habitat. Les facteurs de résilience du marché immobilier français, et notamment les taux fixes protègent ainsi les ménages français des effets de la hausse des taux (cf. chapitre 2 sur l'immobilier résidentiel).

Les ménages français affichent un taux d'épargne de 17,8 % au deuxième trimestre 2023, un taux à la fois toujours supérieur à celui observé avant la crise Covid et parmi les plus élevés des grandes économies européennes (cf. graphique 1.38). Historiquement, et en dehors de la période de la crise sanitaire marquée par une épargne exceptionnellement élevée, le taux d'épargne en France s'établissait en moyenne à 14 %[64]. Alors que les taux d'épargne sont revenus dès le quatrième trimestre 2022 aux niveaux d'avant Covid dans plusieurs pays (notamment l'Italie et les États-Unis), en France celui-ci se maintenait au deuxième trimestre 2023 à un niveau encore supérieur à l'avant-Covid. Cette épargne, qui contribue à protéger les ménages dans un contexte d'inflation soutenue, devrait s'accompagner d'une progression des salaires réels à partir de 2024 d'après les projections macroéconomiques de septembre 2023[65]. Bien que le taux d'épargne soit plus faible au sein des ménages à faibles revenus, la hausse du surendettement – qui concerne en majorité ces derniers – reste contenue: les dépôts de dossiers de surendettement sont en progression de 8 % par rapport à 2022 en cumul sur les onze premiers mois de l'année, mais inférieurs de 16 % par rapport à 2019[66].

Graphique 1.37 : Endettement des ménages – comparaison européenne

x : axe temporel / y : pourcentage du revenu disponible brut (RDB)

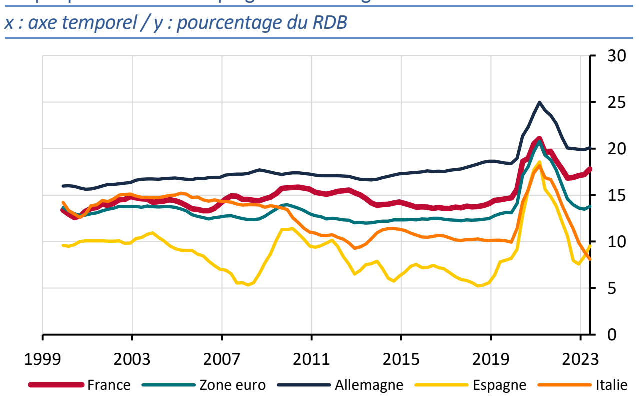


Source : BCE-SDW

Notes : Dernières données disponibles à fin mars 2023. Taux d'endettement (crédits) des ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM) vis-à-vis de l'économie totale (y compris le reste du monde) en pourcentage du revenu disponible brut, Trimestriel, Passif, Données non consolidées, Prix courants, Non ajustées des variations saisonnières (en pourcentage)

Graphique 1.38 : Taux d'épargne des ménages et ISBLSM[67]

x : axe temporel / y : pourcentage du RDB



Sources : Source Eurostat, BEA et ONS

Note : lissage sur 4 trimestres

[63] Décision D-HCSF-2021-7 du 29 septembre 2021 relative aux conditions d'octroi de crédit immobilier, amendée par la décision D-HCSF-2023-02 du 29 juin 2023.

[64] Moyenne entre 2000-T4 et 2019-T4

[65] Source : Banque de France

[66] Source : Banque de France

[67] Institutions sans but lucratif au service des ménages

Le cycle de crédit des entreprises françaises ralentit en réaction à la remontée des taux d'intérêt, mais le risque de crédit reste modéré

Le resserrement monétaire a entraîné une hausse du coût du financement des sociétés non financières (SNF) et une baisse du rythme de croissance de leurs encours de crédit. Le coût moyen de financement des SNF françaises atteint 4,61 % en octobre 2023. Entre mars 2022 et avril 2023, le financement de marché avait un coût plus élevé que le crédit bancaire, reflétant la transmission de la remontée des taux directeurs aux taux de marché. Les taux des crédits bancaires ont remonté de façon plus progressive, comme lors du cycle de resserrement précédent de 2005. Depuis avril 2023, le financement de marché retrouve un coût inférieur au financement bancaire (4,32 % contre 4,82 % pour les nouveaux crédits bancaires d'un montant supérieur à 1 million d'euros en octobre 2023). En octobre 2023 toujours, les encours de crédit des SNF françaises étaient en croissance de 2,1 % par rapport à l'année précédente (contre 7,1 % en août 2022) et restaient plus dynamiques que la moyenne de la zone euro (baisse de 0,2 %). Les encours de financement de marché, qui comptent pour 34 % du financement des SNF françaises, enregistraient une légère croissance de 1,7 % en octobre 2023 par rapport à l'année précédente. Au total, la croissance annuelle des volumes de financement des SNF françaises atteignait 2 % en octobre 2023.

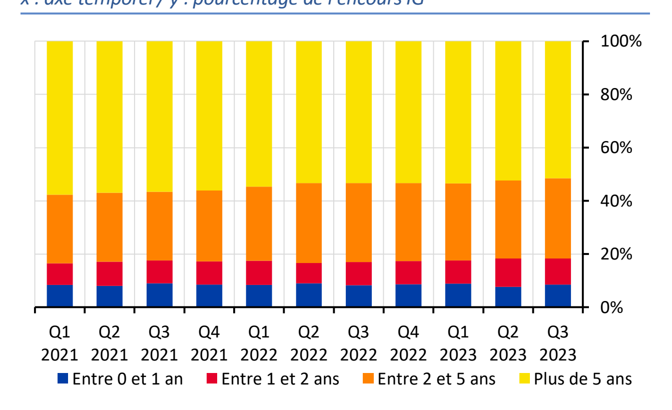
La transmission de la remontée des taux au bilan des entreprises est toujours en cours. La structure de financement à taux fixe a protégé les SNF d'un choc brutal lié à la hausse des taux, mais ne les prémunit pas contre une augmentation progressive de leur coût de financement. En France, 45 % de l'encours des prêts bancaires aux SNF à taux fixe doit être renouvelé[68] entre le deuxième trimestre 2023 et fin 2025, soit 333 milliards d'euros. Si l'on prend en compte la dette bancaire à taux variable, dont 76 % de l'encours doivent être re-tarifé entre le deuxième trimestre 2023 et fin 2025 (183 milliards d'euros), c'est 53 % de l'encours de dette bancaire des SNF dont le taux d'intérêt doit être réévalué d'ici fin 2025, dont 35 % en 2023. Du point de vue de l'ensemble des SNF françaises, la charge d'intérêt supplémentaire associée devrait être absorbable. En considérant que les taux d'intérêt de tous les nouveaux crédits bancaires se maintiennent à 4,25 % dans les années à venir, le coût financier du renouvellement de la dette représenterait 1,3 % de la valeur ajoutée brute des SNF (à son niveau du second semestre 2023).

Les conditions d'accès au crédit se maintiennent, mais le risque de refinancement doit être surveillé en particulier pour les entreprises les plus endettées. Selon les enquêtes auprès des SNF françaises, les taux de demande et d'obtention de crédits sont dans l'ensemble stables pour les crédits à l'investissement entre mi-2022 et mi-2023 et marquent une baisse modérée pour les crédits de trésorerie (taux d'obtention des petites et moyennes entreprises [PME] et des entreprises de taille intermédiaire [ETI] de respectivement 83 % et 85 % au trimestre semestre 2023 contre 86 % et 93 % au premier trimestre 2023). Par ailleurs, les besoins de refinancement de la dette de marché des SNF pourraient augmenter, en particulier pour les SNF de catégorie *high yield* (HY), compte tenu du raccourcissement de leur profil de maturité. Un quart de l'encours de la dette HY à long terme des SNF françaises arrivera à échéance en 2024 et 2025 (cf. graphiques 1.39 et 1.40), dans un contexte où les émissions de dette HY ont sensiblement ralenti depuis 2022.

[68] La part de l'encours de prêts bancaires devant être retarifée est calculée en prenant en compte la maturité, le type de taux, les dates de renégociation et le type d'amortissement des prêts. La méthode utilisée est présentée en détail dans l'encadré 2.1 « Rythme de réévaluation du taux d'intérêt des crédits bancaires aux sociétés non financières » de l'Évaluation des risques du système financier Français de juin 2023.

Graphique 1.39 : Échéance de la dette de marché « IG » des SNF françaises

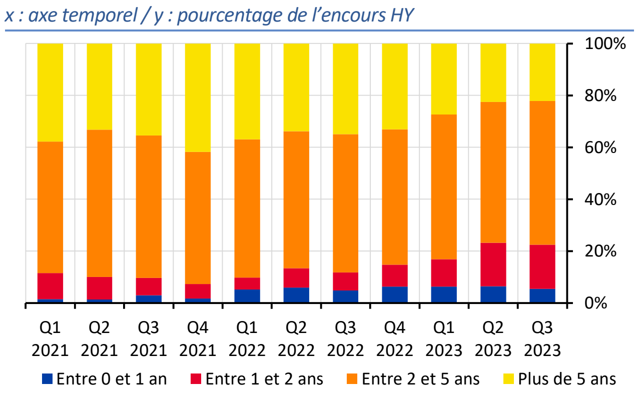
x : axe temporel / y : pourcentage de l'encours IG



Source : CSDB

Graphique 1.40 : Échéance de la dette de marché « HY » des SNF françaises

x : axe temporel / y : pourcentage de l'encours HY

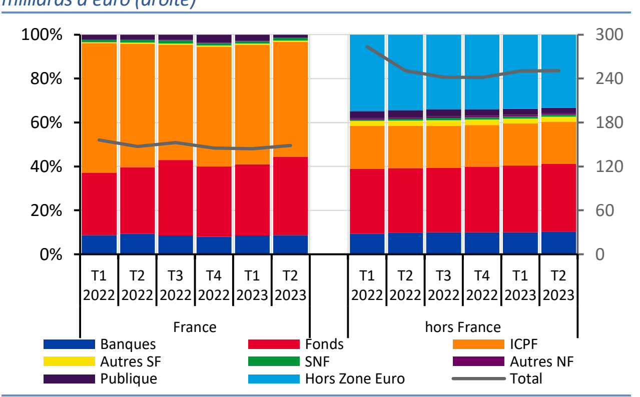


Source : CSDB

Le financement de la dette de marché des SNF françaises de catégorie HY repose principalement sur les fonds d'investissement et les investisseurs hors zone euro. Au deuxième trimestre 2023, sur le segment HY, la part de marché des investisseurs non résidents est de 81 % (contre 63 % pour le segment *investment grade* ou IG) et la part des seuls investisseurs hors zone euro d'environ un tiers (cf. graphiques 1.41 et 1.42). Par ailleurs, Coppola (2023) montre que les détentions par les assureurs et fonds de pension (ICPF) sont plus stables, ce qui permet de partiellement isoler le coût de financement des entreprises émettrices de chocs transitoires[69]. Cet effet stabilisateur bénéficierait surtout aux entreprises IG, la part de marché des ICPF étant plus importante sur les titres IG (31 %) que sur les titres HY (12 %). La dette HY des SNF françaises est détenue à 42 % par des fonds d'investissement, dont la demande est plus cyclique et sensible aux rachat de parts et au besoin de liquidité (cf. Coppola 2023, et encadré 1.5).

Graphique 1.41 : Détenteurs de la dette « IG » des SNF françaises

x : axe temporel et résidence d'investisseur / y : pourcentage (gauche), milliards d'euro (droite)

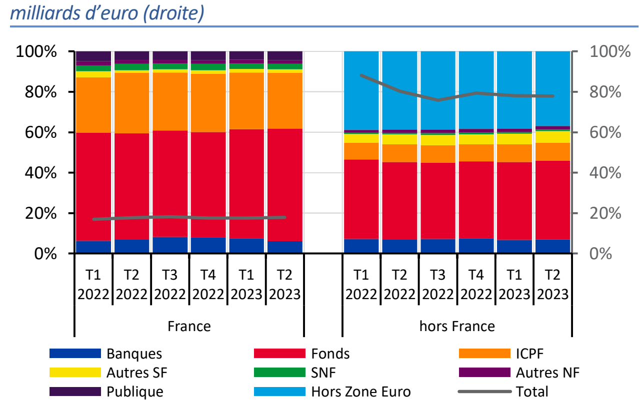


Sources : BCE SHS-S et CSDB

Notes : ICPF := assureurs & fonds de pension, SF := sociétés financières, SNF := sociétés non-financières, NF := non-financière ; sur la période, les données de détentions de SHS-S couvrent entre 89 % et 91 % de l'encours total de la dette des SNF français comme renseigné dans les comptes financiers trimestriels (ECB QSA) ; au T1 2023, la dette sans notation constitue 14 % de l'encours.

Graphique 1.42 : Détenteurs de la dette « HY » des SNF françaises

x : axe temporel et résidence d'investisseur / y : pourcentage (gauche), milliards d'euro (droite)



Sources : BCE SHS-S et CSDB

Notes : ICPF := assureurs & fonds de pension, SF := sociétés financières, SNF := sociétés non-financières, NF := non-financière ; sur la période, les données de détentions de SHS-S couvrent entre 89 % et 91 % de l'encours total de la dette des SNF français comme renseigné dans les comptes financiers trimestriels (ECB QSA) ; au T1 2023, la dette sans notation constitue 14 % de l'encours.

Le resserrement monétaire pèse sur le ratio de couverture des intérêts des SNF françaises. Depuis le dernier trimestre 2021, le ratio de couverture des intérêts, excédent brut d'exploitation (EBE) sur les charges d'intérêts, diminue et atteint 5,08 au deuxième trimestre 2023(contre 7,6 au dernier trimestre 2021), d'abord sous l'effet d'une baisse du revenu au premier trimestre 2022, puis sous l'effet de la hausse des intérêts. La diminution du ratio de couverture des intérêts est rapide par rapport à la dernière phase de remontée des taux (2005-2006), ce

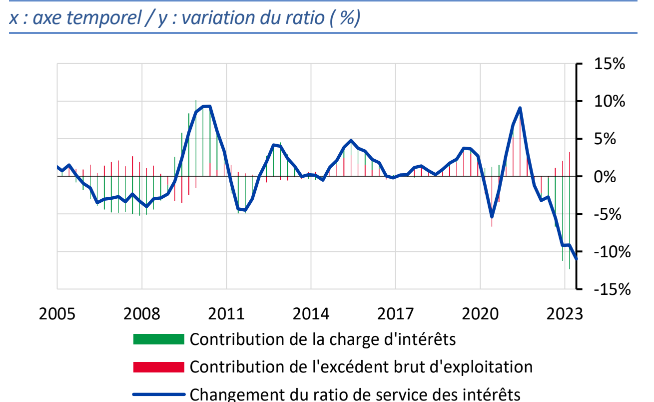
[69] Antonio Coppola, In Safe Hands: The Financial and Real Impact of Investor Composition Over the Credit Cycle (2023), R&R, The Review of Financial Studies.

qui s'explique par le rythme soutenu de resserrement de la politique monétaire (cf. graphique 1.43). La structure d'endettement à taux fixe et maturité longue permet cependant une baisse du ratio de couverture des intérêts plus modérée en France et en Allemagne qu'en Espagne et en Italie, où la part de taux variable est plus élevée. Le niveau du ratio de service des intérêts provenant de comptes nationaux doit cependant être interprété avec précaution, les données granulaires donnant un ratio de couverture du service des intérêts structurellement plus élevé, atteignant 11,7 en 2021[70][71]. Compte tenu de ratios de couverture déjà plus faibles que la moyenne en 2021, les PME (ratio de 7,7) et les entreprises des secteurs du commerce (7,6), de la construction (6,6) et de l'agriculture (8) sont les plus exposées à un risque de dégradation de leur ratio.

La trésorerie élevée des SNF est un facteur de résilience pour faire face aux pressions sur le ratio de couverture des intérêts. Après les hausses record observées entre 2019 et 2021, sous l'effet notamment du recours aux prêts garantis par l'État (PGE), la trésorerie des entreprises est stable depuis 2021, quelle que soit la catégorie de taille d'entreprise. Le niveau général de trésorerie reste stable depuis mars 2023, avec une réallocation d'une partie des dépôts à vue vers des dépôts à terme (cf. graphique 1.44). La trésorerie est un facteur de résilience en termes de sources de financement, mais aussi parce qu'elle peut être porteuse d'intérêts dans le cas des dépôts à terme. En France, les intérêts reçus représentent 80 % des intérêts à payer pour les SNF au second semestre 2023, et les intérêts reçus étaient supérieurs aux intérêts à payer en 2021 et 2022, ce qui a permis une couverture face à la remontée des taux pour les SNF françaises. Au deuxième trimestre 2023, les charges d'intérêt nettes des intérêts reçus représentaient 2,2 % de l'EBE des SNF, bien moins à ce stade que lors de l'épisode précédent de hausse des taux d'intérêt. Cependant, dans un contexte de hausse des prix, une stabilisation de la trésorerie peut se traduire par une diminution de l'efficacité de son rôle de coussin face à la hausse des charges. Si les niveaux agrégés de trésorerie restent élevés, la dégradation du « sentiment de trésorerie » dont témoignent les enquêtes de conjoncture de la Banque de France révèle une hétérogénéité dans les flux de trésorerie des SNF.

Graphique 1.43 : Évolution et décomposition du ratio de couverture des intérêts des SNF françaises

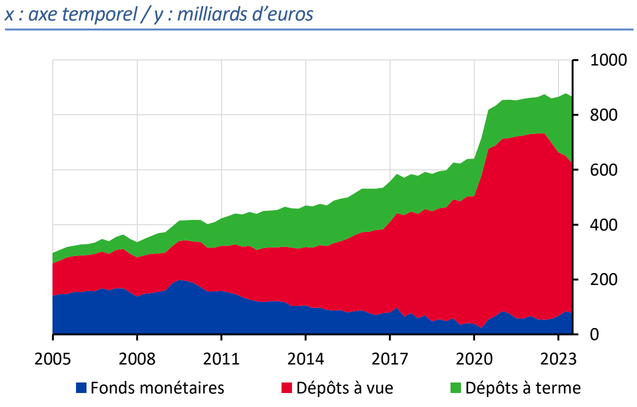
x : axe temporel / y : variation du ratio (%)



Sources : Quarterly Sectoral Accounts, calculs Banque de France
Note : Le ratio de couverture des intérêts correspond au ratio de l'excédent brut d'exploitation sur les charges d'intérêt, sur une année glissante.
Dernier point : T2 2023

Graphique 1.44 : Évolution de la trésorerie des SNF françaises

x : axe temporel / y : milliards d'euros



Sources : Banque de France, Quarterly Sectoral Accounts
Dernier point : T2 2023

Les effets de la remontée des taux sur le risque de crédit des SNF sont pour l'instant limités. L'analyse de l'évolution de la cotation Banque de France à fin 2022 - qui évalue la capacité d'une entreprise à faire face à ses engagements financiers à un horizon de trois ans - suggère que les entreprises ont préservé leur capacité de remboursement. En 2023, le nombre de défaillances est en phase de normalisation, mais la hausse des défaillances est relativement plus marquée pour les PME (hors microentreprises) et les ETI. Cela se traduit par une

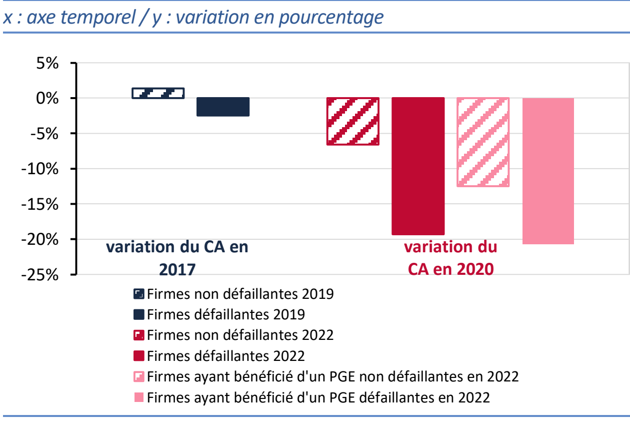
[70] D'après les données FIBEN des bilans des SNF françaises
[72] En 2021, la mise en réserve des capitaux propres avait ainsi contribué pour 6 points de pourcentage à la croissance des capitaux propres des PME de 10 %. Bulletin DE Observatoire du financement des entreprises, Rapport annuel 2022

hausse du poids de l'encours porté par les entreprises défaillantes dans l'encours de crédit des SNF françaises. À fin novembre 2023, ce poids est supérieur de 15 % à son niveau de 2019 pour l'ensemble des SNF. Pour les petites entreprises en particulier, le poids de l'encours porté par les entreprises défaillantes est deux fois supérieur à ce qu'il était fin 2019. La part de créances non performantes dans les expositions des banques françaises reste sur un niveau faible par rapport à sa moyenne historique mais marque une inflexion à la hausse (cf. partie 1.5). Les secteurs de la consommation discrétionnaire (commerce, transports, hôtels et restaurants, hormis le secteur du luxe) et de l'industrie manufacturière et extractive sont les plus touchés par la hausse de la part de prêts non performants.

Le remboursement des PGE se poursuit, mais les entreprises bénéficiaires ont été plus fragilisées que le reste des SNF par le choc de 2020. La Banque de France suit de près l'évolution des comportements de remboursement des entreprises bénéficiaires d'un PGE. Selon les données disponibles à fin septembre 2023, sur les 143 milliards d'euros de PGE souscrits, près de la moitié a déjà été remboursée (67,7 milliards d'euros). Cependant, les entreprises bénéficiaires de PGE se caractérisent par un niveau de levier net plus élevé que les autres entreprises, et par des chocs d'activité plus importants. Les entreprises bénéficiaires de PGE et qui ont fait défaut en 2022 affichent, en valeur médiane, une baisse du chiffre d'affaires de 21 % deux ans avant leur défaillance, contre 10 % pour les bénéficiaires de PGE non défaillantes et 20 % pour l'ensemble des SNF défaillantes (cf. graphique 1.45). De même, les entreprises bénéficiaires de PGE et défaillantes en 2022 se caractérisent par un levier net en 2020 de 23 %, contre 4 % pour les bénéficiaires de PGE non défaillantes et 16 % pour l'ensemble des SNF défaillantes (cf. graphique 1.46). Les SNF bénéficiant de PGE sont donc les SNF qui ont été les plus affectées par le choc de 2020, tant au niveau de leur endettement que de leur activité.

Graphique 1.45 : Variation du chiffre d'affaires mesuré en 2017 et 2020 (médiane) des entreprises défaillantes (ou non) respectivement en 2019 et 2022

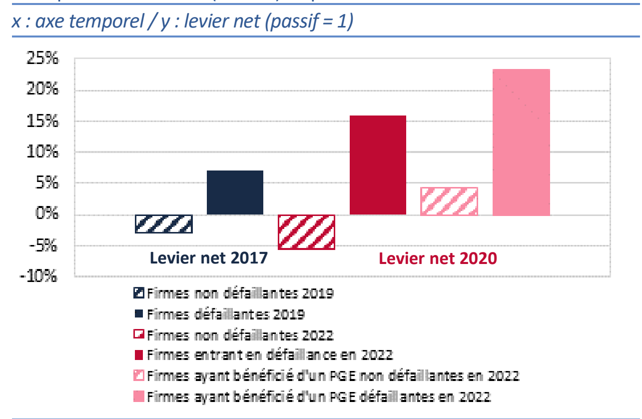
x : axe temporel / y : variation en pourcentage



Sources : Banque de France, base FIBEN, calculs Banque de France

Graphique 1.46 : Levier net mesuré en 2017 et 2020 (médiane) des entreprises défaillantes (ou non) respectivement en 2019 et 2022

x : axe temporel / y : levier net (passif = 1)



Sources : Banque de France, base FIBEN, calculs Banque de France
Note : Levier net = (endettement brut – (disponibilité + valeurs mobilières de placement))/total de l'actif

Le développement du financement par les capitaux propres et la diminution de l'endettement contribuent à la résilience de l'accès au financement des SNF. La hausse du financement par capitaux propres limite l'exposition des SNF au risque de taux. En France, le ratio de levier des SNF françaises suit une tendance à la baisse depuis 2012, passant de 65 % au deuxième trimestre 2012 à 38 % au deuxième trimestre 2023 selon les données de la comptabilité nationale. Les capitaux propres des SNF françaises sont en majorité des parts non cotées (70 % au second semestre 2023, selon les données de la comptabilité nationale), qui incluent l'autofinancement et les prises de participations non cotées. Dans le cas des PME, ces parts non cotées proviennent principalement de mises en réserve de résultats, ce qui les rend moins vulnérables à des risques de valorisation[72].

[72] En 2021, la mise en réserve des capitaux propres avait ainsi contribué pour 6 points de pourcentage à la croissance des capitaux propres des PME de 10 %. Bulletin DE Observatoire du financement des entreprises, Rapport annuel 2022

Malgré la hausse du coût de financement, la dette publique bénéficie d'une demande stable

En 2023, le déficit public se stabiliserait autour de 4,8 % du PIB, comme en 2022. Les ratios des recettes et des dépenses publiques par rapport au PIB diminueraient en effet parallèlement de près de deux points de PIB par rapport à 2022. Du côté des recettes, les versements d'impôt sur les sociétés se normaliseraient progressivement après les niveaux élevés de 2022, et les recettes de TVA ainsi que les droits de mutation seraient plus bas qu'attendu, comme le suggèrent les dernières données disponibles. À cela s'ajoute, entre autres, la suppression d'environ la moitié de la cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises (CVAE). Le ratio des dépenses publiques baisserait avec la fin des mesures liées à la crise sanitaire et du plan de relance, bien que celles-ci soient en partie contrebalancées par de nouveaux dispositifs tels que France 2030 et le fonds vert. La charge d'intérêt baisserait légèrement en pourcentage du PIB par rapport à 2022, l'effet de la hausse des taux d'intérêt étant compensé cette année par la baisse des indices d'inflation servant de référence pour la dette indexée. Elle resterait néanmoins à un niveau plus élevé qu'en 2021 (1,7 % du PIB en 2023, contre 1,4 % du PIB en 2021).

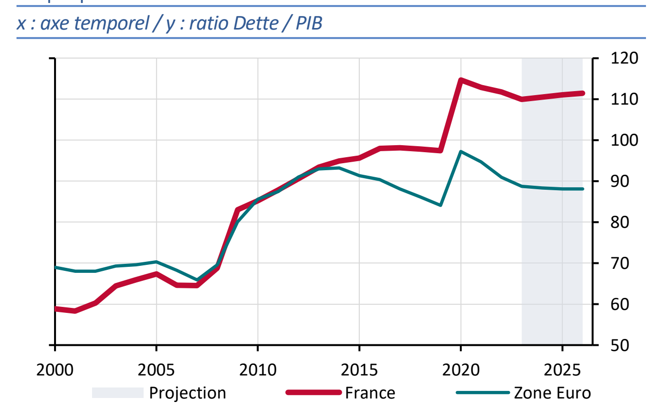
Au-delà de 2024, s'il n'y avait pas de nouvelles mesures par rapport à celles qui sont connues au moment de cette projection, le déficit public devrait diminuer progressivement pour atteindre environ 3,9 % du PIB en 2026, un niveau encore supérieur à 2019. Cette diminution viendrait d'une baisse du taux de dépenses publiques, tandis que les recettes resteraient stables en pourcentage du PIB. Le taux de dépenses publiques hors crédits d'impôt resterait cependant encore bien supérieur au ratio de 2019, en raison notamment de la hausse de la charge de la dette, ainsi que de la persistance de certaines mesures discrétionnaires (France 2030, mesures environnementales, etc.).

Après avoir un peu reculé à 109,9 % du PIB en 2023, le ratio de la dette publique cesserait de se replier et s'établirait sans nouvelles mesures à environ 111 % du PIB en fin d'horizon de prévision, soit un niveau à peine inférieur à celui de 2020 (cf. graphique 1.47). À titre de comparaison, pour l'ensemble de la zone euro, ce ratio baisserait de – 9 points entre 2020 et 2026 (à 88 % du PIB selon les projections de l'Eurosystème), effaçant ainsi la quasi-totalité de la hausse antérieure. Cela entraînerait un écart de plus de 20 points de PIB entre la France et la zone euro en fin de projection

Les émissions de dette souveraine en France restent substantielles. En septembre 2023, les émissions de dette souveraine à moyen et long terme sont élevées, et devraient le rester en 2024 (cf. graphique 1.48). L'Agence France Trésor (AFT) anticipe ainsi des émissions obligataires nettes des rachats atteignant 270 milliards d'euro en 2023, et 285 milliards en 2024, contre 260 milliards en 2022. La maturité résiduelle moyenne de la dette négociable de l'État continue de s'allonger et atteint 8,58 années en octobre 2023, contre 8,36 années en décembre 2022. L'allongement de la maturité des émissions de dette souveraine permet de limiter les effets de la hausse des taux sur la charge de la dette à court terme.

Graphique 1.47 : Évolution de l'endettement souverain

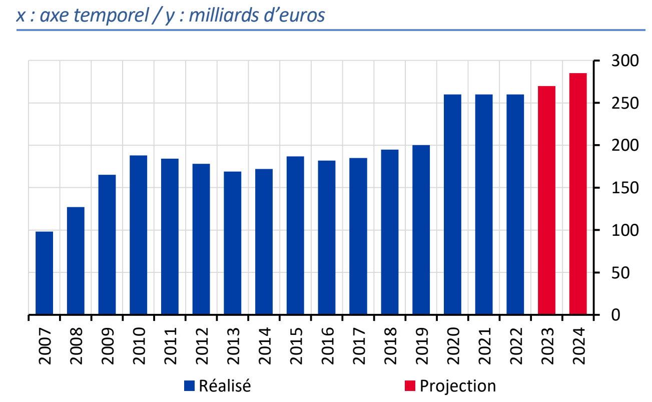
x : axe temporel / y : ratio Dette / PIB



Sourcs : INSEE et Eurostat jusqu'en 2022, projections Banque de France et Eurosystème et Eurostat jusqu'en 2022, projections Banque de France et Eurosystème à partir de 2023

Graphique 1.48 : Émissions de dette (nettes des rachats)

x : axe temporel / y : milliards d'euros



Source : AFT

Périmètre : Dette émise sur le moyen et long terme (OAT)

La demande de dette souveraine reste soutenue. La normalisation progressive du bilan de l'Eurosystème, qui implique une hausse des volumes de dette souveraine à absorber pour les investisseurs privés et non résidents s'opère sans heurts. Elle est compensée par une progression des détentions de non résidents qui représentent 52 % des détentions au deuxième trimestre 2023 contre 47,8 % fin 2021 (cf. encadré 1.5). À l'inverse, la part détenue par les assureurs français diminue (11,5 % au deuxième trimestre 2023 contre 15,8 % fin 2021). Le ratio *bid-to-cover* (montant des offres reçues lors d'une adjudication de titres du Trésor par rapport au montant émis) marque une tendance à la baisse depuis 2021 mais reste supérieur à 2 en 2023[73], indiquant une forte liquidité sur le marché primaire (cf. graphique 1.50).

Les rendements souverains au sein de la zone euro s'écartent légèrement dans le contexte de volatilité plus élevée. Les écarts de rendement (*spreads*) des obligations du Trésor français contre les Bund allemands à 10 ans ont augmenté entre septembre et octobre 2023, avant de se resserrer à partir de novembre 2023. En décembre 2023, ce spread atteignait en moyenne 56 points de base (52 points de base en moyenne au premier semestre 2023), contre 176 pour les titres d'État italiens et 100 pour les titres espagnols (cf. graphique 1.49). Le *spread* des titres italiens (BTP) contre les Bunds allemands est particulièrement volatil. Une dégradation de la perception des investisseurs sur la soutenabilité de la dette publique pourrait se traduire par des tensions sur les rendements des obligations souveraines. Le risque de fragmentation reste néanmoins contenu, d'autant que l'Eurosystème a mis en place un mécanisme (*transmission protection instrument*) permettant de lutter contre une éventuelle dynamique de marché désordonnée, qui représenterait une menace grave pour la transmission de la politique monétaire.

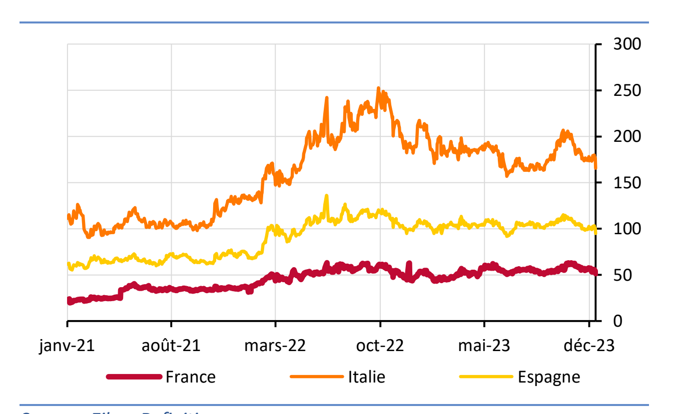
Graphique 1.49 : Évolution des *spreads* souverains contre Bund

x : axe temporel / y : points de base

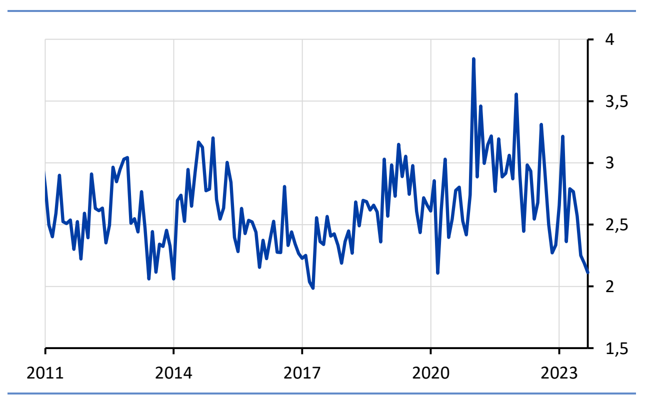
Graphique 1.50 : Ratio bid-to-cover des émissions de dette négociable d'État

x : axe temporel / y : bid

[73] Source : AFT



Source : Eikon Refinitiv
Dernier point : 15 décembre 2023



Source : AFT
Dernier point : septembre 2023

Encadré 1.5 : Effets de la réduction du bilan de l'Eurosystème sur la demande de dette souveraine

La réduction du bilan de l'Eurosystème (cf.*infra quantitative tightening*, QT) nécessite l'absorption de nouvelles émissions de dette de la zone euro par les investisseurs privés. Dans le cadre de sa lutte contre l'inflation, l'Eurosystème a arrêté les achats nets de titres sous le programme d'achats de titres (APP) en juillet 2022 et a commencé en mars 2023, à limiter les réinvestissements des titres achetés arrivant à échéance. Depuis juillet 2023 les réinvestissements sous l'APP ont été stoppés totalement tandis que ceux des achats du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase program*, PEPP) se poursuivront au moins jusqu'en 2024. Le besoin de financement est particulièrement accru pour la dette souveraine, pour laquelle la baisse de demande (suite au QT) s'accompagne d'une offre de titres publics qui reste élevée (cf. partie 2.3). Ce renouvellement de la base des investisseurs pourrait susciter des corrections de rendements et des réallocations d'actifs.

La demande des investisseurs hors zone euro joue un rôle clé dans l'absorption de nouvelles émissions mais peut devenir une source de fragilité en cas de choc extérieur. Cet encadré identifie la capacité d'absorption des investisseurs de la dette de la zone euro à l'aide d'un modèle dans lequel les prix d'actifs sont déterminés par la demande des investisseurs[74]. Pour comprendre les dynamiques de prix, il faut donc caractériser la demande de chaque investisseur. Plus celle-ci est sensible aux variations de prix, plus sa capacité à absorber un excès d'offre de titre de dette avec un faible impact sur les rendements est élevée. Pour les investisseurs hors zone euro, nous constatons qu'une baisse de prix de 1 % augmenterait la demande étrangère en moyenne de 0,73 % (cf. graphique 1.51). Cette forte sensibilité pourrait s'expliquer par la plus grande facilité des investisseurs étrangers à arbitrer entre différentes régions géographiques. Cependant, elle implique aussi qu'un choc extérieur (par exemple une hausse de taux d'intérêt aux États-Unis) fragiliserait la demande des investisseurs hors zone euro et, par conséquent, l'absorption de la dette de la zone euro. À l'inverse, les détentions des assureurs et fonds de pensions sont très peu sensibles aux variations de prix. En effet, se tenant à une stratégie d'investissement définie quelles que soient les variations de prix, les assureurs et fonds de pension ont un comportement d'investisseurs de long terme avec des contraintes d'habitat préféré.

[74] Koijen, Ralph, François Koulischer, Benoît Nguyen, Motohiro Yogo, Inspecting the mechanism of quantitative easing in the euro area, Journal of Financial Economics 2021. Les données de détentions de titres agrégées au niveau du secteur institutionnel (SHS-S) sont utilisées pour ce travail.

Graphique 1.51 : Élasticité de prix moyenne (en valeur absolue) de la demande des secteurs institutionnels de la zone euro pour les titres de dette libellés en euro

x : secteur détenteur /y : unité

Sources : BCE, SHS-S et CSDB, Estimations Banque de France

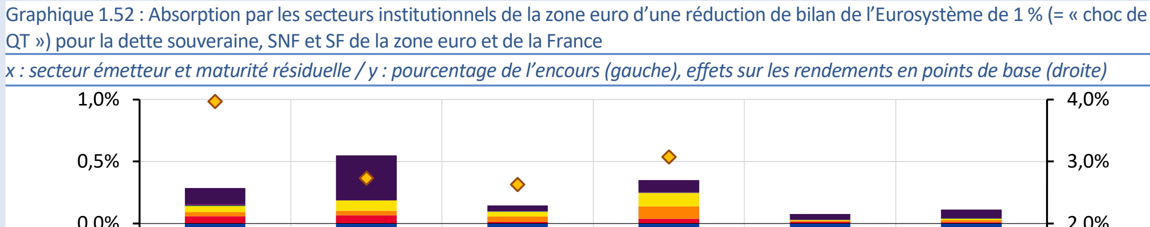
Notes : Les élasticités proviennent d'une estimation par secteur détenteur de la zone euro d'un modèle de prix d'actif « demand-based » avec le taux de croissance des détentions nominales d'une obligation comme variable dépendante. L'échantillon comprend les périodes de T3 2017 à T1 2023. Toutes les régressions inclus le "yield to maturity" (YTM), la maturité résiduelle, la notation du titre, ainsi que le taux à 10 ans des treasuries US et l'indice de volatilité VSTOXX. YTM est instrumenté par les surprises monétaires à différent point de la courbe des taux construit par Altavilla et al. 2019, "Measuring euro area monetary policy", Journal of Monetary Economics, Vol. 108, Décembre 2019, pp. 162-179 ; celles-ci étaient interpolés pour ajuster la surprise à la maturité des titres ; « Autres » contient les sociétés non-financière et le souverain ; « Banques » contient les établissements de crédit et les fonds monétaires ; « Fonds » contient les fonds d'investissement et les autres institutions financières.

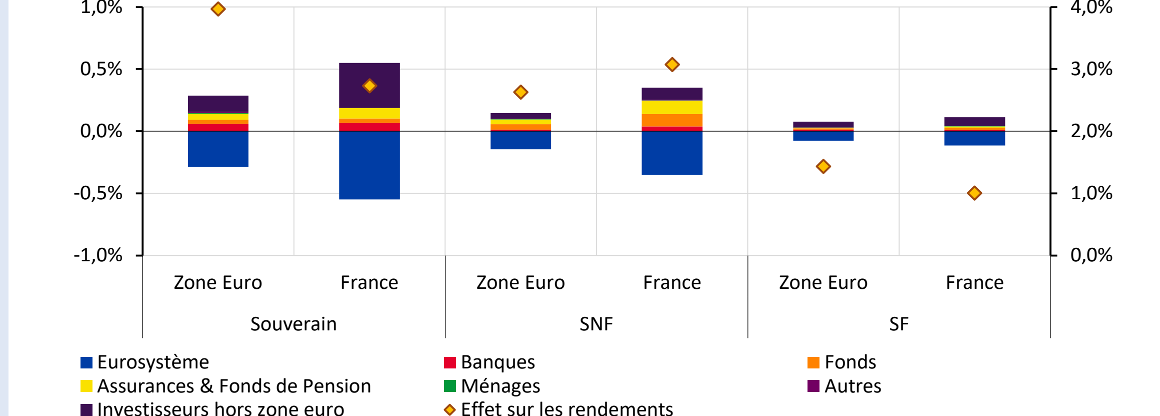
Conformément à l'absorption ordonnée du QT en 2023, nos simulations confirment un effet limité de ce dernier sur les rendements de la dette. En zone euro, les rendements de la dette souveraine augmenteraient d'environ 4 points de base après une contraction du bilan de l'Eurosystème de 1 % (cf. graphique 1.25).[75] L'effet sur les rendements de la dette souveraine française est encore plus faible (2,7 points de base) compte tenu de l'importance des investisseurs hors zone euro dans l'absorption du choc. Ce faible effet du QT sur les rendements est conforme avec la progression contenue (environ 10 points de base) du spread à 10 ans BTP-Bund depuis mars 2023.

Proportionnellement à l'empreinte de l'Eurosystème sur les marchés de dette de la zone euro, le QT influe surtout sur la dette souveraine. Ainsi, une réduction de 1 % du bilan de l'Eurosystème (correspondant au premier trimestre 2023 à environ 49 milliards d'euros) se traduit par une demande supplémentaire à absorber par le marché de l'ordre de 0,3 % de l'encours de dette souveraine en zone euro[76] (cf. graphique 1.52). Grâce à l'élasticité-prix importante de la demande des investisseurs hors zone euro, ceux-ci achèteraient environ la moitié des titres de dette souveraine en zone euro et deux tiers en France. Les changements de la base d'investisseurs sont également à l'œuvre sur la dette des sociétés non-financières (SNF) et la dette financière (SF). L'absorption par les autres secteurs institutionnels est conforme à leurs habitats préférés : les assureurs achètent surtout de la dette de long terme, tandis que la dette de court terme est absorbée majoritairement par les banques et fonds monétaires.

Graphique 1.52 : Absorption par les secteurs institutionnels de la zone euro d'une réduction de bilan de l'Eurosystème de 1 % (= « choc de QT ») pour la dette souveraine, SNF et SF de la zone euro et de la France

x : secteur émetteur et maturité résiduelle / y : pourcentage de l'encours (gauche), effets sur les rendements en points de base (droite)





Source : BCE, SHS-S et CSDB, Estimations et simulations Banque de France.

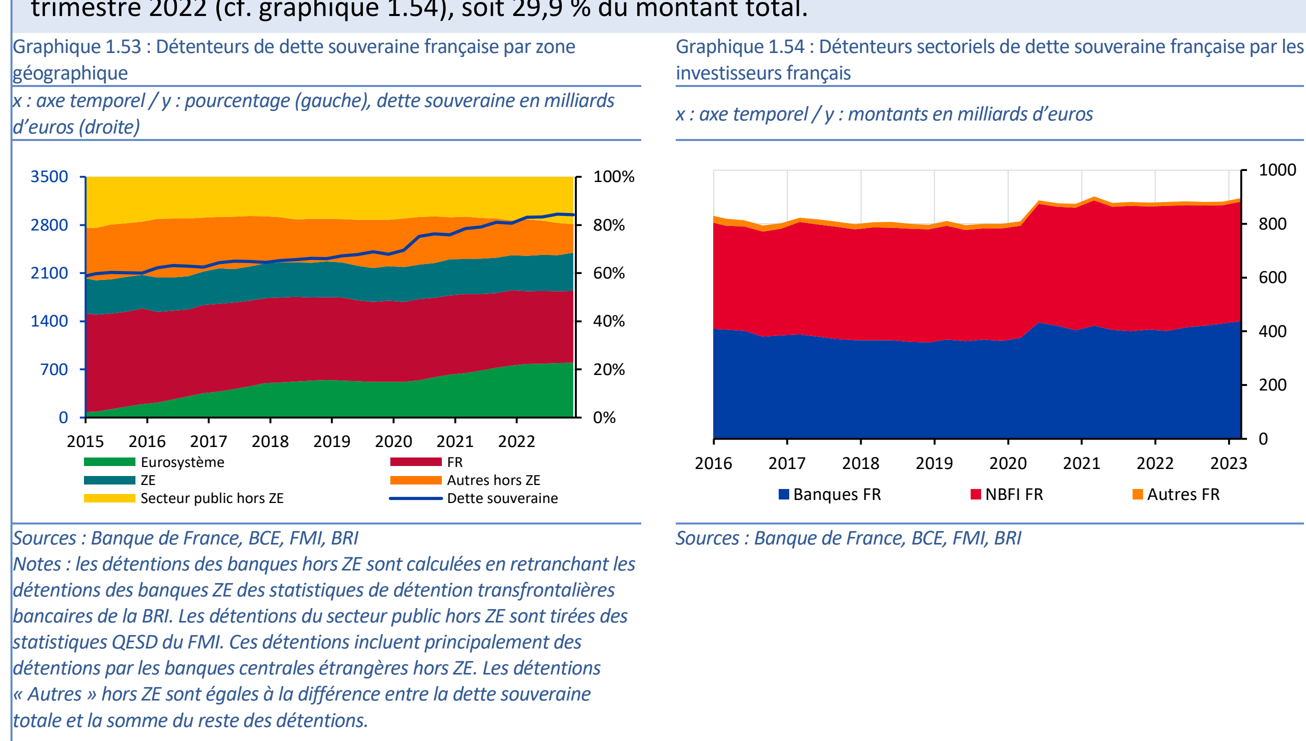
Notes : « Autres » contient les sociétés non-financière et le souverain ; « Banques » contient les établissements de crédit et les fonds monétaires ; « Fonds » contient les fonds d'investissement et les autres institutions financières ; « SNF » désigne les sociétés non-financières et « SF » les sociétés financières.

[75] Ou 13 points de base pour une baisse de demande de 1 % de l'encours de la dette totale ZE.

[76] L'Eurosystème détenant environ 30 % de l'encours de dette souveraine en Zone Euro.

Note de lecture : Les colonnes montrent l'absorption d'une baisse de demande par l'Eurosystème pour les différentes classes de dette (en pourcentage de l'encours) par les secteurs institutionnels de la zone euro et les investisseurs hors zone euro. Les points jaunes représentent l'effet sur les rendements.

La bonne tenue des rendements souverains (notamment en France) dans le contexte du QT repose donc sur la demande des investisseurs étrangers hors zone euro. Leur part dans la détention de la dette souveraine française a diminué depuis 2014 (cf. graphique 1.53), sous l'effet des programmes d'achat. Ces détentions étrangères hors zone euro sont majoritairement portées par le secteur public et les investisseurs non bancaires, à hauteur de 578 et 289 milliards d'euros au quatrième trimestre 2022. Les investisseurs français détiennent 882 milliards d'euros de dette souveraine française au quatrième trimestre 2022 (cf. graphique 1.54), soit 29,9 % du montant total.



Sources : Banque de France, BCE, FMI, BRI
Notes : les détentions des banques hors ZE sont calculées en retranchant les détentions des banques ZE des statistiques de détention transfrontalières bancaires de la BRI. Les détentions du secteur public hors ZE sont tirées des statistiques QESD du FMI. Ces détentions incluent principalement des détentions par les banques centrales étrangères hors ZE. Les détentions « Autres » hors ZE sont égales à la différence entre la dette souveraine totale et la somme du reste des détentions.

Sources : Banque de France, BCE, FMI, BRI

1.5 Les banques et assureurs confirment leur résilience face à la hausse des coûts de financement et au ralentissement économique

Les banques françaises bénéficient d'un accès satisfaisant au financement, malgré la hausse des coûts de financement

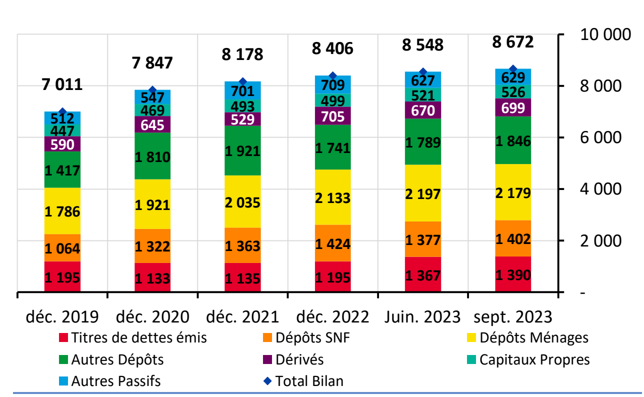
Si le bilan des groupes bancaires français a progressé sensiblement lors de la crise Covid (+24 % entre fin 2019 et septembre 2023), il se stabilise depuis fin 2022. La structure du passif, qui représente les modalités de financement de l'activité des banques, est globalement stable et diversifiée avec notamment i) plus de 15 % de titres de dettes émis, ii) près de 60 % de dépôts toutes clientèles confondues et un bon équilibre entre dépôts des ménages et des entreprises ainsi que iii) 6 % de capitaux propres.

Depuis 2021, les banques françaises font face à une augmentation de leurs coûts de financement. Ainsi, le coût moyen annuel du passif[77] après couverture est passé de 0,32 % fin 2021 à 0,65 % fin 2022 et 1,67 % à septembre 2023. Cette hausse, qui pèse sur la marge nette d'intérêts (MNI), et *in fine* sur les revenus et résultats, est

principalement liée à l'augmentation des charges d'intérêts sur les dépôts des SNF, la rémunération des titres de dettes émis et, dans une moindre mesure les dépôts des ménages et des autres intermédiaires financiers (cf. graphiques 1.55 et 1.56).

Graphique 1.55 : Décomposition du passif des 6 groupes bancaires français

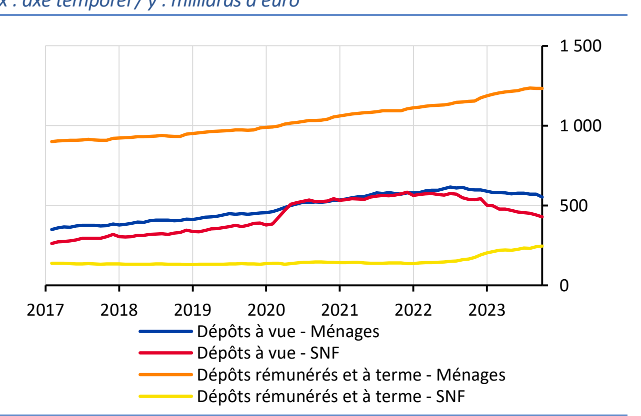
x : axe temporel / y : milliards d'euros



Sources : États réglementaires FINREP, Calculs ACPR
Périmètre : 6 grands groupes bancaires français

Graphique 1.56 : Évolution des encours de dépôts des ménages et des SNF

x : axe temporel / y : milliards d'euro

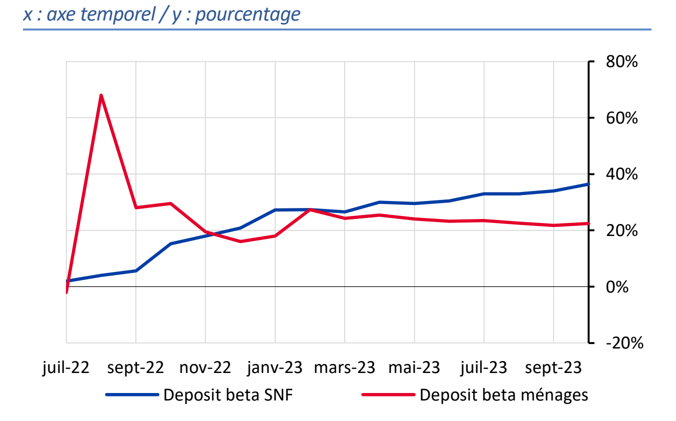


Sources : M. Clientre et M. Sitmens, Calculs ACPR
Périmètre : Remettants des 6 grands groupes bancaires français
Dernier point : octobre 2023

L'encours total de dépôts a progressé depuis fin 2022 de 2,4 %, atteignant 5 427 milliards d'euros fin septembre 2023, avec des réallocations vers les dépôts rémunérés. Sur cette période, une analyse plus détaillée montre que les dépôts des ménages ont augmenté de 2,23 % à 2 179 milliards d'euros alors que sur la même période les dépôts des entreprises diminuaient de 1,5 % à 1 402 milliards. Le taux moyen des dépôts des ménages a augmenté dès février 2022 en réaction à la hausse de la rémunération de l'épargne réglementée. Cet effet a été atténué par la décision de stabilisation du taux du Livret A, maintenu à 3 % au 1er août 2023 et qui devrait rester à ce niveau au moins jusqu'au 1er février 2025 (cf. graphique 1.58). Entre juillet 2022 et septembre 2023, les taux de dépôts aux SNF ont remonté de façon plus progressive que ceux des ménages, mais avec une sensibilité plus forte à la remontée des taux directeurs (*deposit beta,* cf. graphique 1.57), en raison de réallocations proportionnellement plus importantes des dépôts à vue vers les dépôts rémunérés.

Graphique 1.57 : Variation cumulée du taux des dépôts aux ménages et aux SNF par rapport aux hausses de taux directeur (*deposit beta*)

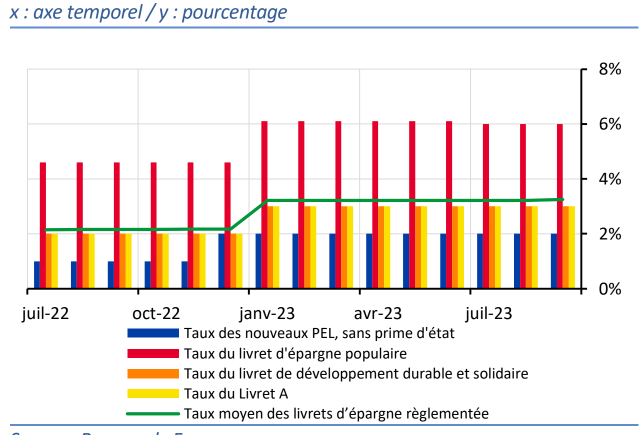
x : axe temporel / y : pourcentage



Sources : Banque de France, calculs Banque de France
Note : Le « deposit beta » mesure la transmission de la politique monétaire aux dépôts bancaires. Il est calculé par la variation du coût de l'encours des dépôts bancaires sur la variation du taux d'intérêt directeur
Dernier point : octobre 2023

Graphique 1.58 : Taux de rémunération des livrets d'épargne règlementée et des PEL

x : axe temporel / y : pourcentage



Source : Banque de France
Dernier point : octobre 2023

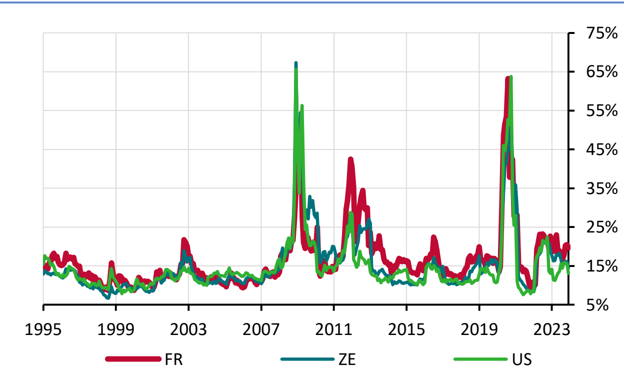
Au cours de ces neuf premiers mois de 2023, les banques françaises ont maintenu un accès satisfaisant au financement de marché et bénéficié d'un taux de rendement à l'émission stable (cf. graphique 1.60). Elles ont bénéficié de conditions favorables permettant l'émission d'un montant élevé de titres au début du premier

trimestre 2023, avant un ralentissement en mars, lié aux défaillances des banques régionales américaines et de Crédit Suisse. À fin septembre, les six principaux groupes bancaires français avaient couvert à plus de 80 % leurs programmes d'émissions pour 2023 qui s'élevaient à près de 140 milliards d'euros, contre moins de 130 milliards en 2022. Entre début fin juin 2023 et mi-décembre 2023, les taux de rendement moyen des obligations émises par les banques françaises s'inscrivent en baisse (-70 points de base à 3,60 % % pour les obligations senior). Après les fortes turbulences sur le marché des titres AT1 en raison du rachat de Crédit Suisse par UBS, le marché primaire s'est rouvert et les taux de rendement ont sensiblement baissé par rapport à leur pic de mars 2023, et ont globalement retrouvé leur niveau d'avant-crise en décembre 2023.

Les indicateurs de valorisation des banques françaises se maintiennent à des niveaux historiquement faibles depuis leur baisse en 2022 (cf. graphique 1.59). Le *cost of equity* (CoE) est une mesure du coût des fonds propres d'une entreprise (financière ou non financière), estimée théoriquement à partir du prix des actions de l'entreprise et des prévisions de performances futures du titre. L'estimation du CoE, qui dépend des taux sans risque et de la prime de risque, est sensible aux hypothèses retenues dans le modèle. Cet indicateur permet d'estimer l'évolution de la valorisation des actions mais ne doit pas être entendu comme un niveau de résultat cible. Le CoE des banques françaises demeure élevé depuis février 2022 (20 % environ selon nos estimations), du fait de la hausse de la prime de risque et de la remontée des taux sans risque. Le coût des fonds propres des banques françaises est notamment supérieur à celui des banques européennes et américaines (14 % environ au 1er décembre 2023). Néanmoins, il reste bien en deçà des niveaux atteints pendant la crise financière de 2008, la crise de la zone euro et la crise de la Covid.

Graphique 1.59 : Comparaison du CoE des banques françaises et internationales

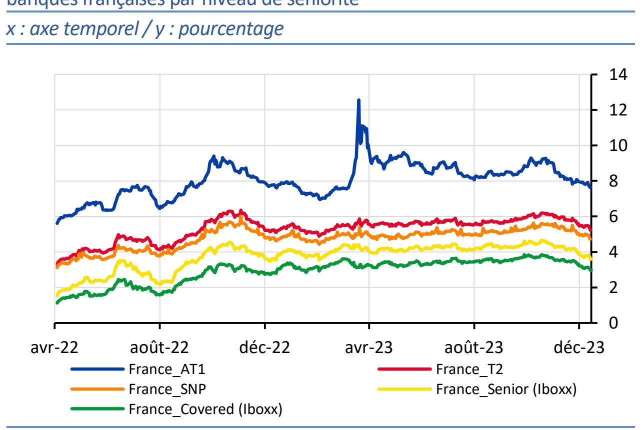
x : axe temporel / y : rendement en pourcentage



Sources : Eikon Refinitiv, IBES, Fred, calculs Banque de France
Note : Le Cost of Equity (CoE) est une mesure du coût des fonds propres d'une entreprise, estimée à partir du prix des actions de l'entreprise et des prévisions des analystes financiers sur les performances futures du titre (modèle d'actualisation des dividendes). Le CoE correspond donc au taux de rendement demandé par les actionnaires
Dernier point : 1er décembre 2023

Graphique 1.60 : Taux de rendement des obligations émises par les banques françaises par niveau de séniorité

x : axe temporel / y : pourcentage



Source : Eikon Refinitiv
Dernier point : 15 décembre 2023

Encadré 1.6 : La situation de liquidité et de financement des grands groupes bancaires français

L'encadrement et la supervision du risque de liquidité des banques se sont largement améliorés depuis la grande crise financière de 2008, avec par exemple la définition d'indicateurs assortis de seuils réglementaires pertinents ou la réalisation d'exercices de stress tests spécifiques

Pour évaluer la résilience à court terme, **le ratio de couverture des besoins de liquidité** (*liquidity coverage ratio* ; LCR), dont la fréquence de reporting est mensuelle, permet d'assurer la disponibilité immédiate d'actifs liquides pour faire face à des sorties nettes de trésorerie sur une période de tensions de trente jours. Pour maintenir un profil de financement résilient à plus long terme, **le ratio de financement stable** (*net stable funding ratio* ; NSFR) rapporte les financements stables disponibles aux besoins de financements stables sur une année, pondérés selon leur niveau de stabilité et de maturité. Le NSFR limite ainsi le recours excessif aux financements de gros à court terme, encourage une meilleure évaluation du risque de financement pour l'ensemble des postes du bilan et du hors-bilan et favorise la stabilité des financements. Cette exigence vise à pallier les difficultés potentielles qui perturberaient les sources de financement régulières d'un établissement et pourraient éroder sa position de liquidité au point d'accroître le risque d'une défaillance et d'engendrer des tensions susceptibles d'avoir un effet systémique.

Pour chacun de ces deux ratios, les établissements doivent respecter a minima un seuil de 100 % et définissent généralement en interne, dans le cadre de leur appétit au risque, un seuil d'alerte supérieur, afin d'anticiper un éventuel dépassement. En cas de non-respect du seuil de conformité, le superviseur en est immédiatement informé, un plan de remise en conformité est défini et sa mise en œuvre contrôlée.

D'autres indicateurs sont utiles pour apprécier la situation de liquidité et la capacité de refinancement des établissements:

- le ratio crédits/dépôts donne des indications sur la part de crédits financée par les dépôts et donc sans recours à du financement de marché ou à des opérations de financement sécurisé ;
- le ratio d'actifs grevés[78] fournit des indications sur la capacité des banques à obtenir du financement complémentaire sécurisé par des actifs, notamment du refinancement « banque centrale » .

Le superviseur bancaire complète son analyse quantitative de la situation de liquidité et de refinancement par l'exploitation des informations issues des plans de financement des banques, un dialogue permanent avec le supervisé et des missions d'inspection sur place. En 2019, le mécanisme de surveillance unique (MSU) avait également évalué la capacité de résistance des banques à des chocs de liquidité idiosyncratique. Il indiquait que les résultats de l'exercice étaient globalement positifs : les banques ont fait état de périodes de « survie » relativement longues avec des réserves et des garanties disponibles, ce qui leur permettait de mettre en œuvre leurs plans de financement d'urgence.

L'analyse des indicateurs de liquidité ne révèle pas de vulnérabilités au niveau des six groupes bancaires français, tant au niveau individuel que systémique

À septembre 2023, le LCR moyen agrégé sur douze mois s'élève à 146,7 % : bien qu'en diminution de 2 points de pourcentage sur un an, il reste à un niveau largement supérieur au seuil réglementaire. **Le NSFR se replie de 1,7 point à 114,7 %,** sous l'effet notamment du raccourcissement de la maturité résiduelle des opérations de refinancement ciblées à plus long terme (TLTRO III) et des remboursements déjà effectués (165 milliards d'euros à décembre 2022, 224 milliards d'euros entre janvier et septembre 2023). La dispersion de ces deux ratios pour les six groupes bancaires s'est réduite depuis 2022 (cf. graphiques 1.61 et 1.62).

Le ratio crédits/dépôts s'établit à 106,8 % à fin septembre 2023, stable sur un an (– 0,12 point). Si cet indicateur est en hausse après avoir atteint son niveau le plus bas en septembre 2021 (102,8 %), il reste bien en dessous de sa tendance de long terme (entre 110 % et 115 % de 2014 à 2020), ce qui démontre la capacité des banques à financer leurs crédits par leurs dépôts. Enfin, **le ratio d'actifs grevés à septembre 2023 a diminué de 2,4 points sur un an et s'élève à 26,9 %, après avoir atteint en juin 2023 son niveau le**

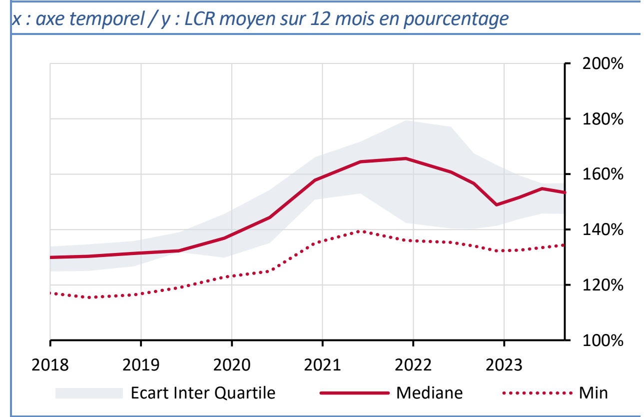
plus bas depuis 2019, libérant ainsi une capacité supplémentaire de mobilisation d'actifs pour obtenir du financement sécurisé.

Par ailleurs, la projection des ratios LCR et NSFR de juin 2023 après le remboursement progressif des TLTRO en fonction de leur maturité contractuelle montre que **les groupes bancaires français sont largement en mesure de rembourser l'intégralité des montants souscrits tout en continuant d'afficher des ratios au-dessus de leurs seuils réglementaires** (LCR supérieur à 130 % et NSFR supérieur à 112 %). Plus précisément, les six principaux groupes bancaires français présentent tous des montants d'excédents d'actifs liquides de haute qualité[79] (430,1 milliards d'euros), de capacité de rééquilibrage[80] (1 960,7 milliards) et de financements stables (573,4 milliards), supérieurs aux montants de TLTRO à rembourser d'ici fin 2024 (146,1 milliards).



Graphique 1.61 : Dispersion du ratio LCR des 6 grands groupes bancaires français

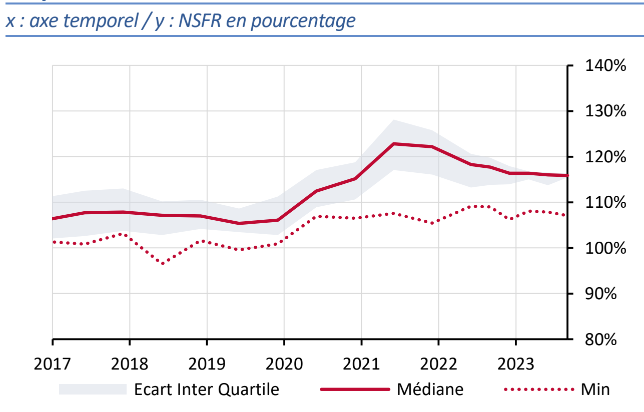
x : axe temporel / y : LCR moyen sur 12 mois en pourcentage



Sources : États réglementaires, calculs ACPR
Dernier point : septembre 2023

Graphique 1.62 : Dispersion du ratio NSFR des 6 grands groupes bancaires français

x : axe temporel / y : NSFR en pourcentage



Sources : États réglementaires, calculs ACPR
Dernier point : septembre 2023

Les revenus des banques françaises ont moins bénéficié de la remontée des taux que ceux des banques d'autres juridictions

Le produit net bancaire (PNB) recule au premier semestre 2023 sous l'effet de la contraction de la marge nette d'intérêts (MNI). Au premier semestre 2023, le PNB des six grands groupes bancaires français s'établit à 78 milliards d'euros, en baisse de près de 10 % par rapport à la même période en 2022 (86 milliards), mais quasi stable par rapport au premier semestre 2021 (– 1 %). La MNI étant une composante importante du PNB (plus de 45 % en moyenne sur les huit dernières années), sa diminution de près de 9 % explique en grande partie celle du PNB, les autres composantes des revenus (frais & commissions, revenus de marché) étant plus stables.

La diminution de la MNI provient d'une hausse des coûts des passifs, alimentée par la rémunération des dépôts et les coûts des dettes de marché (cf. supra), plus rapide que celle des produits d'intérêts. En effet, la majorité des crédits octroyés par les banques françaises étant à taux fixe et, pour les prêts immobiliers, sur des maturités longues, la hausse des taux se transmet principalement au rythme de renouvellement du portefeuille de crédits, qui dépendent de la vigueur de la demande.

---

[78] *Un actif est non grevé lorsque l'établissement n'est soumis à aucune restriction légale, contractuelle ou réglementaire l'empêchant de liquider, de vendre, de transférer, d'affecter ou, de manière générale, de se défaire de cet actif par une opération active de vente ferme ou de mise en pension dans les 30 jours calendaires suivants.*

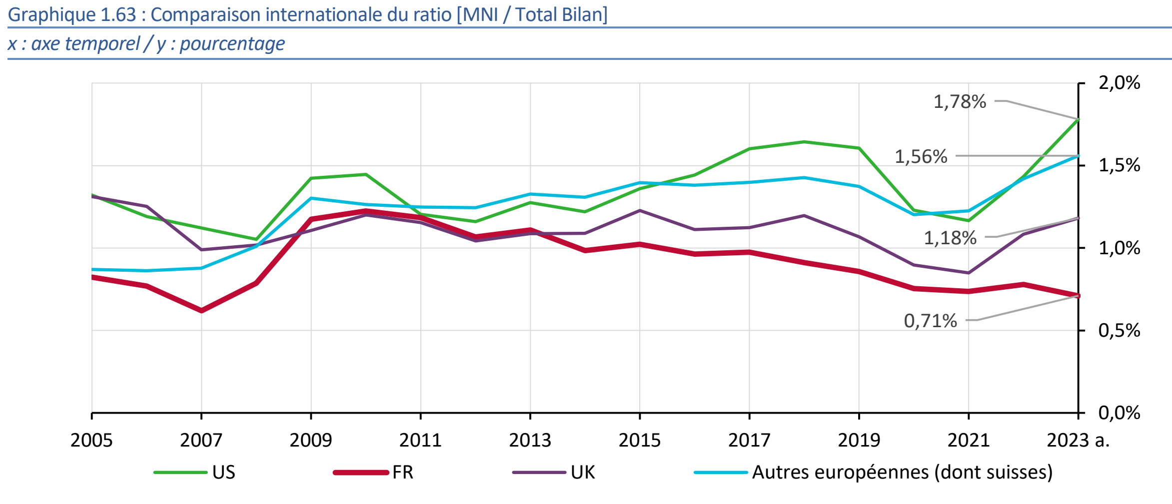
[79] *L'excédent d'actifs liquides correspond au montant d'actifs liquides de haute qualité éligibles au numérateur du ratio LCR au-delà du seuil réglementaire de 100 %.*

[80] *La capacité de rééquilibrage désigne le stock d'actifs non grevés ou autres sources de financement disponibles pour couvrir d'éventuels déficits de financement.*

Les comparaisons internationales montrent que depuis 2015, le ratio (MNI/total bilan) est structurellement plus faible pour les banques françaises que pour les banques étrangères (cf. graphique 1.63). Dans la période récente de remontée de l'inflation et des taux, cet écart s'est creusé : les banques étrangères profitent à l'actif d'un portefeuille de crédits à taux variables plus développé et, au passif, sont moins pénalisées par la hausse du coût des ressources, notamment en l'absence de livrets d'épargne réglementée. Il faut également noter un effet dénominateur : les banques françaises sont celles dont le bilan a le plus augmenté entre fin 2019 et juin 2023 (+20 %, contre respectivement +16 %, +14 % et +5 % pour les banques américaines, anglaises, et les autres banques européennes).

Graphique 1.63 : Comparaison internationale du ratio [MNI / Total Bilan]

x : axe temporel / y : pourcentage



Sources : communication financière et calculs ACPR ; données annualisées pour 2023

La baisse des frais de gestion et la maîtrise du coût du risque limitent la diminution du résultat d'exploitation courante. Finalement, le résultat net part du groupe (RNPG) du premier semestre 2023 affiche une augmentation de + 28,2 % par rapport au premier semestre 2022 (17,1 milliards d'euros contre 13,3 milliards), sous l'effet d'éléments exceptionnels qui avaient affecté ces deux semestres[81]. La rentabilité progresse (+ 8 points de base pour le RoA [return on assets] à 0,38 % et +1,1 point de pourcentage pour le RoE [return on equity] à 7,2 %), tout en restant en deçà des niveaux des pairs internationaux.

La qualité des actifs bancaires se maintient à ce stade et le coût du risque est maîtrisé

La hausse de l'inflation et des taux d'intérêt conjuguée à des perspectives économiques plus moroses s'est traduite par une normalisation du nombre de défaillances des entreprises non financières. Cette normalisation débutée en 2022 se poursuit en 2023. On observe une inflexion de la part de créances non performantes sur le portefeuille des SNF (+21 points de base en neuf mois, à 3,56 % en septembre 2023) qui rejaillit sur le taux de prêts non performants (NPL, non-performing loans) global (1,94 %), toujours historiquement bas (cf. graphique 1.64). L'encours global des expositions relevant de la finance à effet de levier[82] des grands groupes bancaires français atteint 179,8 milliards d'euros au deuxième trimestre 2023, en forte baisse par rapport à fin 2022 (-11 %), et représente 8,9 % de l'encours total aux SNF. Le taux de NPL des prêts à effet de levier continue d'augmenter pour s'établir à 7,5 % à fin juin 2023.

En parallèle, la part des encours de niveau 2 qui constitue un indicateur avancé de la matérialisation du risque de crédit, reste inférieure aux niveaux observés en 2022, à 8,11 % sur l'ensemble des portefeuilles, mais au-dessus de ses niveaux pré-Covid (cf. graphique 1.65). Sur l'année 2023, en dépit d'un rebond au troisième

[81] *La vente forcée de la filiale russe de Société Générale avait grevé les résultats du premier semestre 2022, alors que la finalisation de la vente de la filiale américaine Bankwest de BNPP affecte positivement les résultats du premier semestre 2023.*

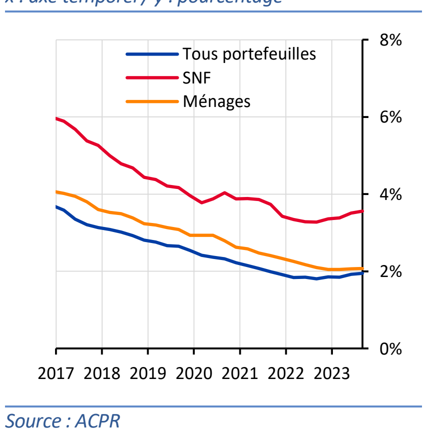
[82] Les expositions relevant de la finance à effet de levier (*leveraged finance*) sont mesurées selon la définition de l'orientation de la BCE de 2017 : https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.leveraged_transactions_guidance_201705.en.pdf

trimestre 2023, cette baisse est relativement marquée pour les SNF, dont la part se situe à 11,9 %, contre 12,6 % fin 2022 et s'explique, principalement par des retours en niveau 1 (c.a.d. stables)[83] et également par des transferts en niveau 3 (c.a.d. non performants). Après une hausse notable de cet indicateur pour les ménages en juin 2022, son niveau s'est stabilisé à 8,8 %.

Le coût du risque[84] annualisé s'établit à un niveau modéré de 23 points de base, caractérisé notamment par des reprises de provisions sur le niveau 2. Si le taux de provisionnement global est stable à 1,53 %, il continue à diminuer pour les encours non performants, en partie en raison du traitement des encours de PGE (les garanties d'État permettant aux banques de limiter leurs provisions) (cf. graphique 1.66).

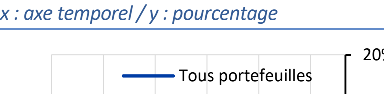
Graphique 1.64 : Taux de NPL SNF et ménages

x : axe temporel / y : pourcentage



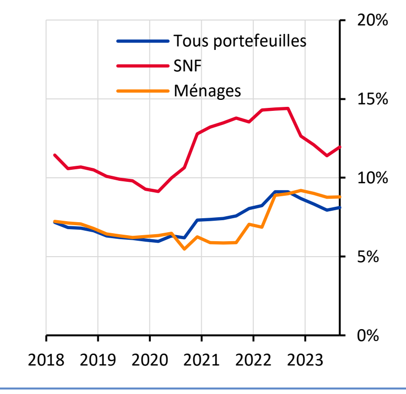
Source : ACPR

Dernier point : septembre 2023



Graphique 1.65 : Évolution de la part des créances en niveau 2 IFRS9 SNF et ménages

x : axe temporel / y : pourcentage

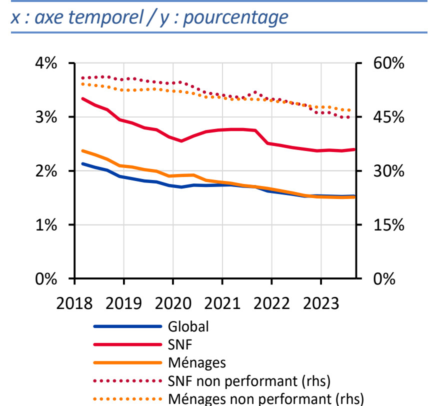


Source : ACPR

Dernier point : septembre 2023

Graphique 1.66 : Taux de provisionnement des prêts aux SNF et aux ménages

x : axe temporel / y : pourcentage



Source : ACPR

Dernier point : septembre 2023

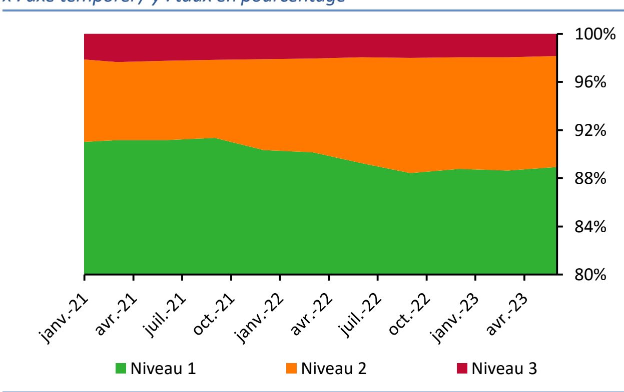
Note : les encours non performants correspondent aux encours de niveau 3 IFRS9

Plus particulièrement, concernant les encours relevant de l'immobilier commercial (CRE), la part des encours en niveau 2 reste moins importante qu'en 2022 à 11,8 % (cf. graphique 1.67). Depuis quelques trimestres, le taux de NPL s'est stabilisé à un bas niveau, autour de 3,1 % (cf. graphique 1.68). Le taux de provisionnement des encours NPL permet de couvrir 93,4 % de l'exposition en considérant les garanties et sûretés reçues (cf. graphique 1.68).



Graphique 1.67 : Répartition des encours CRE par niveau IFRS 9

x : axe temporel / y : taux en pourcentage

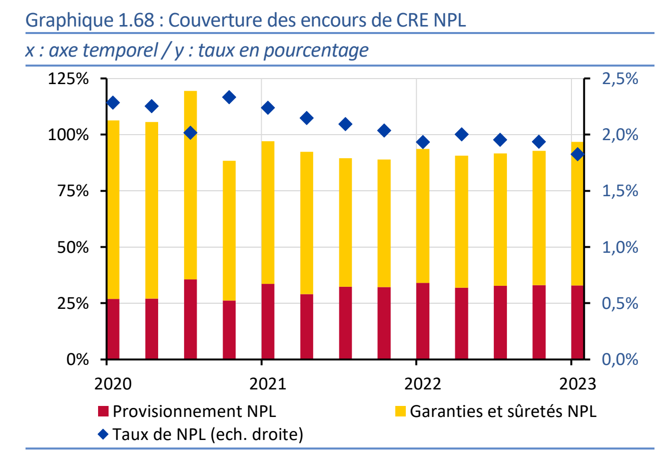


Source : ACPR (états FINREP F18)

Dernier point : septembre 2023

Graphique 1.68 : Couverture des encours de CRE NPL

x : axe temporel / y : taux en pourcentage



Source : ACPR (états FINREP F18)

Dernier point : septembre 2023

[83] La norme IFRS 9 de dépréciation des encours distingue les encours de niveau 1, dont le risque de crédit ne s'est pas dégradé de manière significative depuis l'origine, des encours de niveau 2, dont le risque de crédit s'est dégradé, et des encours de niveau 3, lorsqu'un évènement de défaut est identifié.

[84] Le coût du risque correspond aux dotations nettes des reprises sur provisions pour dépréciation pour risque de crédit auxquelles s'ajoutent les pertes sur créances irrécouvrables dont est ôtée la récupération sur créances amorties.

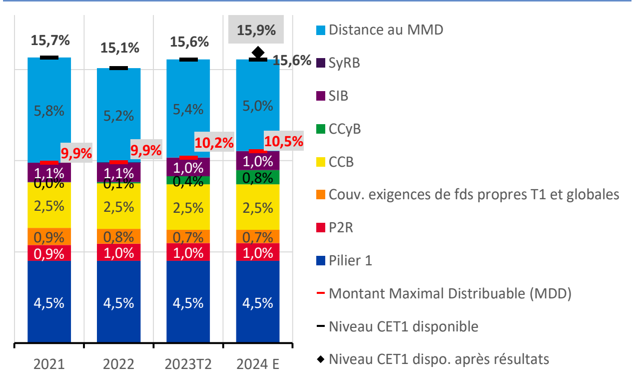
Les ratios réglementaires de capital en solvabilité et levier s’améliorent sous l’effet de la progression des fonds propres

Les six principaux groupes bancaires français maintiennent un niveau de solvabilité élevé en septembre 2023. Le ratio *Common Equity Tier 1* (CET1) agrégé excède les exigences règlementaires de 518 points de base, atteignant 15,4 %. Il est en hausse de 82 points de base sur un an, sous l'effet d'une légère baisse (– 0,24 %) des actifs pondérés par les risques (*risk-weighted assets* ou RWA-), combinée à la hausse des fonds propres CET1 (+ 5,4 %) (cf. graphique 1.69). Le ratio de levier agrégé des six principaux groupes bancaires français s'élève à 5,12 % à septembre 2023, en hausse de 42 points de base sur un an, soutenu par l’augmentation des fonds propres Tier 1 (T1) de 6,4 % et la diminution des expositions (– 2,4 %). Enfin, les exigences minimales relatives à la capacité d’absorption des pertes en cas de défaillance des établissements sont respectées (ratios *total loss absorbing capacity* ou TLAC et *minimum requirement for own funds and eligible liabilities* ou MREL).

Les résultats de l’exercice de stress test 2023 de l’Autorité bancaire européenne (European Banking Authority, EBA) corroborent ce constat. En effet, en dépit d’un scénario défavorable dont la sévérité dépassait celle de la crise de 2008, supposant une baisse du PIB de la France de 5,7 %, une inflation de 9,7 % et des taux d’intérêt portés à 5,9 %, le système bancaire français dans son ensemble demeure résilient. Dans ce scénario dégradé, le ratio CET1 agrégé des banques françaises resterait supérieur aux exigences minimales réglementaires strictes (Pilier 1 et Pilier 2 *requirement*), en passant de 15,5 % à 9,3 % (cf. graphique 1.70). La faiblesse structurelle de la MNI des banques françaises mentionnée plus haut explique en partie un impact plus fort du scénario défavorable pour les banques françaises : le scénario de taux retenu ainsi que les rigidités méthodologiques inhérentes à l’exercice (dont celle du bilan constant) viennent amplifier le découplage temporel entre l’évolution du rendement de l’actif et celui du coût des ressources.

Graphique 1.69 : Décomposition du ratio de solvabilité CET1 et marge

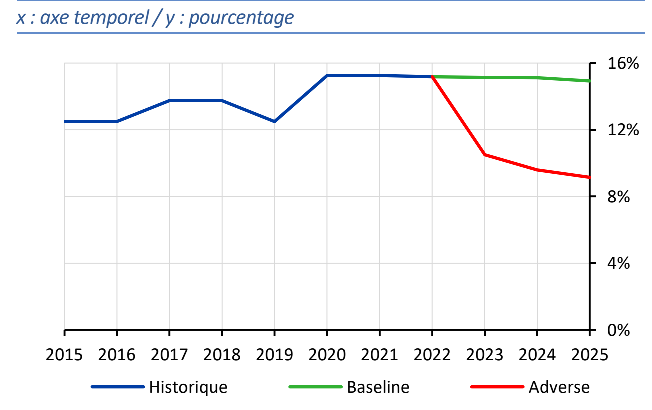
x : axe temporel / y : décomposition en pourcentage



Source : ACPR
Note(s) : MMD : Montant Maximal Distribuable (en rouge). Projections pour 2024 : niveau CET 1 disponible après résultats de 15,81 % ; les exigences sont réalisées à niveaux de fonds propres et RWA constants à septembre 2023.
Périmètre : 6 principaux groupes bancaires français
Note de lecture : Des restrictions s'appliquent aux distributions discrétionnaires comme les dividendes si le seuil de Montant Maximal Distribuable n’est pas respecté.

Graphique 1.70 : Ratio CET1 historique et résultant des tests de résistance de l’ABE en 2023

x : axe temporel / y : pourcentage



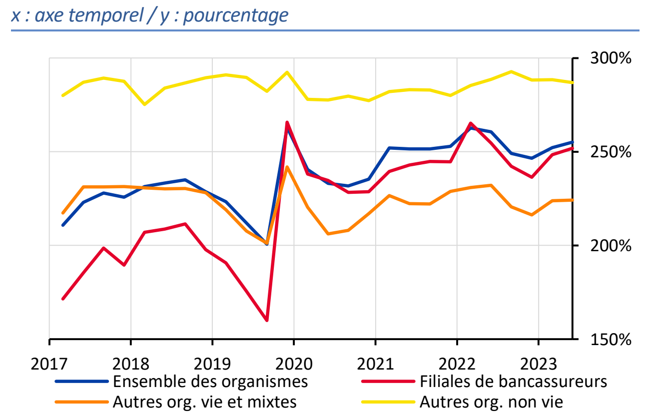
Source : ACPR
Périmètre : 6 principaux groupes bancaires français

Les assureurs conservent une structure de bilan solide mais restent exposés à l'inflation et au risque de rachat

La solvabilité des assureurs s'améliore, leurs bilans sont solides. Les exigences réglementaires en capital du secteur de l'assurance sont largement couvertes et en légère hausse au premier semestre 2023. Les organismes disposent d'un niveau de fonds propres sensiblement supérieur aux exigences en capital[85], avec une couverture par le capital du taux de solvabilité requis[86] à hauteur de 255 % en moyenne à la fin du premier semestre 2023 (cf. graphique 1.71), contre 247 % à la fin de l'année 2022. Cette amélioration concerne plus particulièrement les bancassureurs et dans une moindre mesure les autres organismes vie. Elle est portée par une légère hausse des fonds propres dans un contexte de hausse des taux sans risque sur les échéances de court terme et de légère baisse sur les échéances de moyen et long terme au début de l'année 2023[87]. Les disparités entre les organismes peuvent être importantes. Ainsi 25 % d'entre eux affichent un ratio inférieur à 175 % et 25 % un ratio supérieur à 310 % (cf. graphique 1.72), tous les organismes étant néanmoins au-dessus du minimum de 100 %. Les autres organismes non-vie ont notamment un ratio moyen de 289 %, tandis que les filiales de bancassureurs, qui doivent toutefois être analysées à la lumière de la structure conglomérale du groupe, affichent des taux moins élevés.

Graphique 1.71 : Taux de couverture du capital de solvabilité requis

x : axe temporel / y : pourcentage

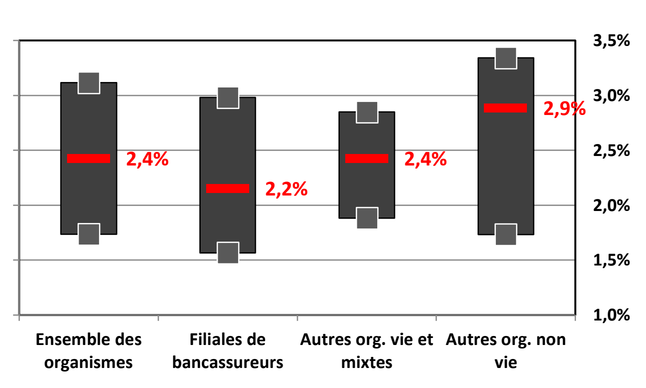


Source : ACPR
Dernier point : juin 2023

Graphique 1.72 : Distribution du taux de couverture du capital de solvabilité requis fin juin 2023

x : type d'organisme / y : pourcentage





Source : ACPR

En vision prospective, sur la base d'un modèle du secteur assurantiel, l'impact d'une remontée additionnelle des taux sur la solvabilité des assureurs a été simulé. Dans le cas d'un maintien des taux à un niveau proche de leur niveau actuel, la solvabilité des assureurs resterait globalement stable à un horizon de dix ans. Cela reflète la capacité des acteurs à intégrer des changements économiques raisonnables et à absorber l'impact sur les actifs obligataires de la hausse des taux constatée à ce jour avec les richesses dont ils disposent (provisions pour participation aux bénéfices et plus-values-latentes sur les « actifs non amortissables », actifs principalement de type actions et assimilés, immobilier – article R343-10 du Code des assurances). Une hausse des taux additionnelle creuserait les moins-value latentes obligataires déjà présentes du fait des évolutions économiques récentes, affaiblissant le bilan des assureurs. L'exigence en capital augmenterait quant à elle du fait du renchérissement du risque de rachat massif[88] qui est simulé pour le calcul du capital de solvabilité requis sous les règles dites de Solvabilité II. Des effets compensatoires amortiraient ces chocs et permettraient de servir un taux de revalorisation cohérent avec les attentes du marché, y-compris dans un environnement de taux plus élevé. En

[85] Près de 180 milliards d'euros fin juin 2023

[86] Le capital de solvabilité requis (CSR) correspond au niveau de fonds propres nécessaires à un organisme d'assurance pour faire face à ses obligations au cours des 12 prochains mois avec une probabilité d'au moins 99,5 %. Il est calibré de manière à garantir que tous les risques quantifiables auxquels l'entreprise d'assurance ou de réassurance est exposée soient pris en considération. Le taux de couverture du CSR est le rapport entre les fonds propres éligibles et le niveau de CSR requis.

[87] La hausse des taux entraine en théorie une baisse de la valeur des passifs techniques à long terme (actualisés à des taux plus élevés) supérieure à celle des actifs (impactés par la baisse de la valeur des placements obligataires). De nombreux autres effets interviennent toutefois aussi sur le niveau de solvabilité des organismes : risque de rachats, coût des options et des garanties, niveau de la collecte, etc.

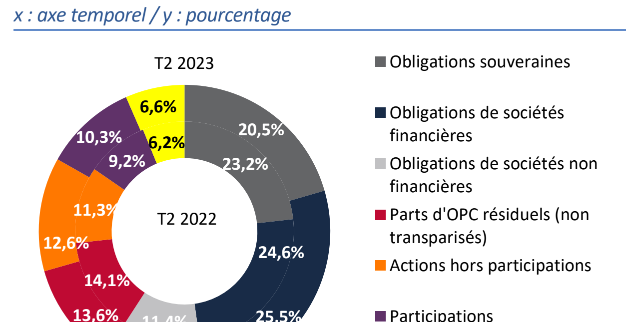
[88] Le CSR de rachat massif représente la perte en fonds propres associée au rachat de 40 % des contrats individuels à horizon 1 an.

effet, la réalisation de plus-values sur le portefeuille actions, de même que la consommation progressive de la provision pour participation aux bénéfices constituent des leviers importants pour maintenir la compétitivité de l'assurance-vie par rapport aux autres placements. Au total, après une hausse des taux de 100 pb, le ratio de solvabilité baisserait de façon mesurée et s'établirait toujours à un niveau proche de 200 %. Cet impact limité illustre la résilience de la solvabilité du marché de l'assurance-vie face à d'éventuelles hausses des taux ultérieures.

Les risques liés à une potentielle hausse des rachats demeurent mais restent maîtrisés. Le contexte de taux d'intérêt bas des dernières années continue à contraindre les revenus financiers des assureurs, notamment les coupons obligataires. Les obligations représentent en effet près de 60 % des placements des assureurs[89] devant les actions et participations (23 %) et l'immobilier détenu en direct ou par le biais des actions et d'organismes de placement collectif - OPC (8 %) (cf. graphique 1.73). Ainsi, le taux moyen de rendement de l'actif des assureurs vie est en baisse quasi continue depuis plusieurs années sous l'effet du remplacement d'obligations anciennes à rendements élevés par des obligations moins bien rémunérées. Il a ainsi atteint 2 % en 2022 (cf. graphique 1.74)[90]. Grâce à la mobilisation d'une partie de la provision pour participation aux bénéfices qui représenterait 5,4 % des provisions techniques fin 2022, la revalorisation des contrats individuels d'assurance vie est remontée sensiblement à 2 % en 2022 contre 1,3 % en 2021. Une stabilisation des taux longs aux alentours des niveaux actuels permettrait aux assureurs de maintenir le taux de revalorisation et la rentabilité à un niveau satisfaisant à moyen terme, en mobilisant la provision pour participation aux bénéfices, et de réinvestir dans des actifs plus rémunérateurs à l'échéance de leurs anciens placements. Une nouvelle hausse rapide des taux d'intérêt exposerait davantage les assureurs au risque d'une hausse des rachats s'ils ne peuvent offrir des rendements attractifs, du fait de l'inertie des revenus de leurs placements. Néanmoins, les autres supports d'épargne peuvent également connaître une certaine inertie des revenus de leurs placements et n'offrent pas les mêmes caractéristiques, notamment fiscales.

Graphique 1.73 : Structure de l'actif des assureurs

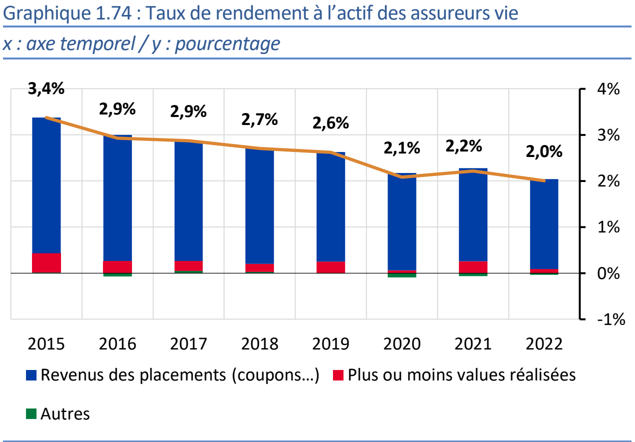
x : axe temporel / y : pourcentage



Source : ACPR

Graphique 1.74 : Taux de rendement à l'actif des assureurs vie

x : axe temporel / y : pourcentage



Source : ACPR

Compte tenu de leurs réserves de liquidité et de leurs actifs encore en plus-values, les assureurs ne seraient contraints de vendre des actifs en moins-value que dans des scénarios à faible probabilité. À la fin du premier semestre 2023, les obligations étaient en effet en situation de moins-value latente de l'ordre de – 8 % en moyenne, niveau comparable à celui de la fin de l'année 2022. Des plus-values latentes importantes de plus de +30 % étaient toutefois toujours constatées sur les actions et l'immobilier. Au total, le portefeuille de placement des assureurs vie et mixtes était en légère moins-value de -1,3 % (cf. graphique 1.75). Les assureurs détiennent par ailleurs une majorité de titres pouvant être facilement et immédiatement convertis en liquidités, le taux de liquidité des actifs détenus par les assureurs vie étant proche de 50 %[91] (cf. graphique 1.76).

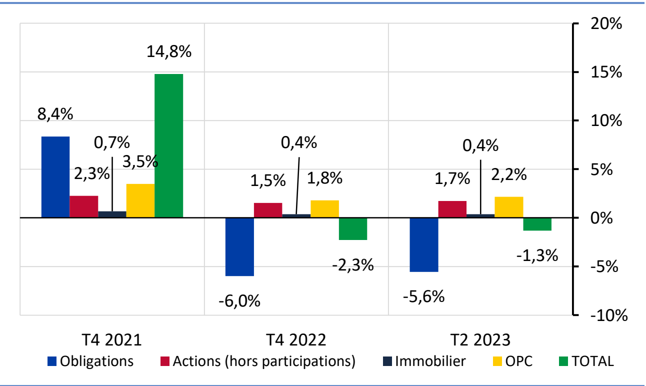
[89] Après mise en transparence des actifs des organismes de placements collectifs (OPC)

[90] En plus des scénarios de taux, les projections d'évolution du TRA sont également fondée sur l'hypothèse d'une collecte nette nulle sur les supports en euros

[91] Le calcul de ce taux est inspiré des standards développés par le Comité de Bâle, dans le cadre de Bâle III, qui introduisent un ratio de liquidité (LCR – liquidity coverage ratio) dont l'objet est de promouvoir la résilience à court terme des banques au risque de liquidité. Ce ratio, notamment utilisé par l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA), représente le rapport entre les actifs liquides de haute qualité (HQLA - high quality liquid

Graphique 1.75 : Taux de plus ou moins-values latentes, en pourcentage de la valeur d'acquisition du total des placements des assureurs vie et mixtes

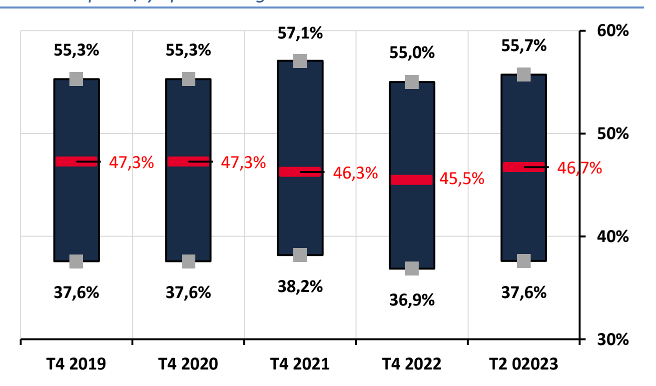
x : axe temporel / y : pourcentage



Source : ACPR

Graphique 1.76 : Part de titres liquides des assureurs

x : axe temporel / y : pourcentage



Source : ACPR

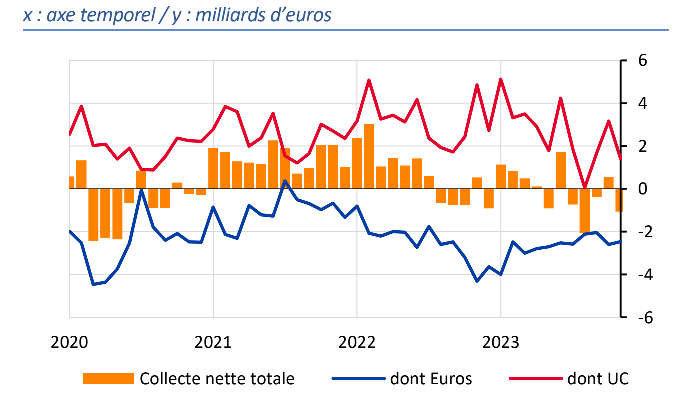
Note : Le calcul de ce taux est inspiré des standards développés par le Comité de Bâle, dans le cadre de Bâle III, qui introduisent un ratio de liquidité (LCR – liquidity coverage ratio) dont l'objet est de promouvoir la résilience à court terme des banques au risque de liquidité. Ce ratio, notamment utilisé par l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA), représente le rapport entre les actifs liquides de haute qualité (HQLA - high quality liquid assets) non grevés, pouvant être convertis en liquidité, facilement et immédiatement, sur les marchés privés, dans l'hypothèse d'une crise de liquidité qui durerait trois jours calendaires, et l'ensemble des placements.

La remontée des taux ne s'est pas traduite par une décollecte sur l'assurance-vie. En effet, pour compenser l'érosion de la rémunération des fonds en euros, les assureurs ont favorisé ces dernières années la souscription de supports en unités de compte (UC) dont le risque de marché est supporté par les épargnants. Ainsi, les supports en euros ont enregistré une décollecte quasi continue depuis la fin de l'année 2019 mais les supports en unités de compte affichent une collecte nette positive sur l'ensemble de cette période (cf. graphique 1.77). Le rythme de décollecte sur les supports en euros ralentit cependant depuis le début du second semestre 2023. Le taux moyen de rachats ramené aux primes du marché s'inscrit sur une tendance à la hausse depuis le début de l'année 2022, mais reste nettement inférieur au niveau atteint à la fin de l'année 2011, marquée par les craintes des investisseurs vis-à-vis des titres de dettes souveraines (cf. graphique 1.78).



Graphique 1.77 : Collecte nette d'assurance vie

x : axe temporel / y : milliards d'euros



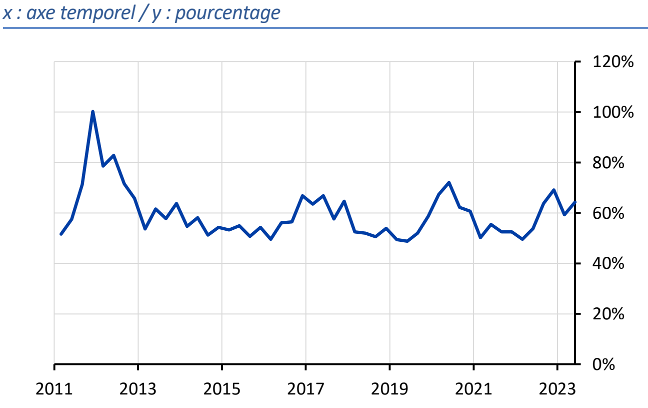
Source : ACPR

Note : Collecte mensuelle

Dernier point : novembre 2023

Graphique 1.78 : Taux de rachats / primes des contrats d'assurance vie

x : axe temporel / y : pourcentage



Source : ACPR

Note : Les montants rachetés par les assurés représentaient l'équivalent de plus de 60 % des primes versées au T2 2023 contre 50 % au T1 2022

Dernier point : juin 2023

Le contexte inflationniste a principalement des effets pour les assureurs non vie dont le coût des sinistres peut augmenter sensiblement. La hausse des primes ou la baisse des frais de gestion est alors nécessaire pour assurer

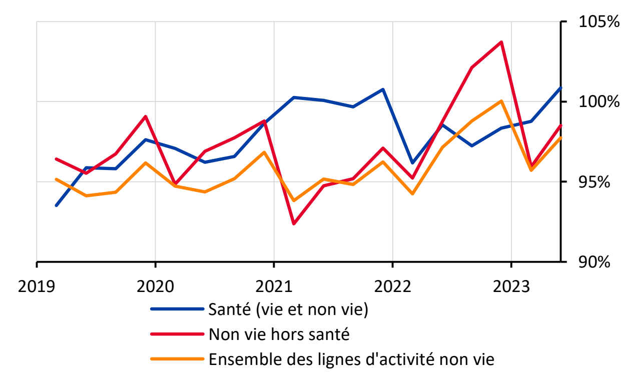
assets) non grevés, pouvant être convertis en liquidité, facilement et immédiatement, sur les marchés privés, dans l'hypothèse d'une crise de liquidité qui durerait trois jours calendaires, et l'ensemble des placements.

une rentabilité technique positive. Cela peut donc être problématique pour les garanties à long terme dont les tarifs ne sont pas toujours révisés annuellement, en particulier dans l'activité construction, la couverture de la responsabilité civile générale, ainsi que la prévoyance. Au premier semestre 2023, le ratio combiné (coûts des sinistres et des frais rapportés aux primes) diminue et s'établit à 98 % contre 100 % fin 2022. L'amélioration est portée par l'assurance non-vie hors santé dont le ratio combiné passe de 104 % fin 2022 à 99 % fin juin 2023, alors que le ratio combiné de la santé (vie et non-vie) est passé de 98 % à 101 % sur cette période (cf. graphique 1.79).

Le contexte actuel crée par ailleurs des tensions sur le marché de la réassurance qui est une composante essentielle de l'assurance non-vie. En moyenne sur la période 2017 à 2022, le taux de cession[92] sur le marché de l'assurance non-vie se situait en effet à 20 % et pouvait atteindre plus de 40 % pour certaines branches d'activité, notamment l'assurance maritime, aérienne et transport et l'assurance-crédit-caution (cf. graphique 1.80). L'inflation augmente plus particulièrement le risque de sous-évaluation des sinistres. La hausse de la fréquence et de la gravité des évènements climatiques augmente le besoin de financement du régime de « catastrophes naturelles », les probabilités de déclencher les traités de réassurance et le coût des sinistres réassurés[93]. Enfin les conflits géopolitiques augmentent les incertitudes. Parallèlement à une hausse potentielle des tarifs, les réassureurs pourraient être amenés à durcir les conditions de renouvellement des traités de réassurance au travers notamment d'une baisse des garanties ou d'une hausse des niveaux de franchises. Entre 2021 et 2022[94], l'analyse des couvertures de réassurance semblait toutefois indiquer une forte proportion de traités dont les différentes caractéristiques (limites d'intervention, couverture maximale, nombre annuel de reconstitutions possibles) restaient relativement stables. Le durcissement des conditions de renouvellement ne concernait ainsi qu'un nombre limité (inférieur à 10 %) de traités. Les conditions de renouvellement de ces couvertures en réassurance seront particulièrement importantes dans les prochains mois.

Graphique 1.79 : Ratios combinés au 31 décembre 2022

x : axe temporel / y : pourcentage



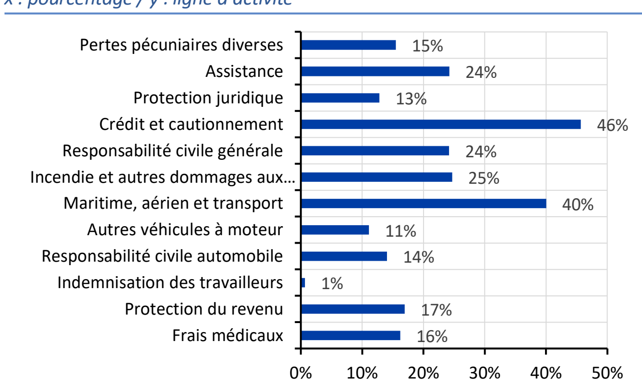
Source : ACPR

Note : Le ratio combiné correspond au ratio de la somme des sinistres payés et des réserves, divisée par les primes reçues. Le ratio combiné mesure la rentabilité technique d'un assureur.

Dernier point : juin 2023

Graphique 1.80 : Taux de cession des primes moyen (en pourcentage des primes émises totales) par ligne d'activité d'assurance non vie sur la période 2017 à 2022

x : pourcentage / y : ligne d'activité



Source : ACPR

92 Taux de cession : primes cédées aux réassureurs rapportées à l'ensemble des primes collectées

93 En France, les contrats d'assurance couvrant contre les risques d'incendie et de dommages aux biens - y compris les automobiles – comportent obligatoirement un panel de garanties protégeant contre les catastrophes naturelles. La tarification de cette garantie supplémentaire prend la forme d'une surprime qui s'établit à 6 % des primes des garanties automobiles et 12 % des primes des garanties dommages aux biens. La Caisse centrale de réassurance (CCR) est habilitée à réassurer avec la garantie de l'État les risques de catastrophe naturelle issus de ce régime d'assurance obligatoire. Elle couvre ainsi environ 90 % du marché français.

94 Dernières statistiques disponibles

1.6 Le système financier doit continuer de s'adapter aux risques structurels des cyberattaques et du changement climatique

Le risque cyber reste une menace structurelle pour les intermédiaires financiers

Les attaques visant le système financier sont en hausse. Au niveau mondial, après avoir atteint un pic en 2022 en raison des tensions géopolitiques liées à la guerre russe en Ukraine, le nombre de cyberattaques semble s'être stabilisé depuis[95] d'après les données disponibles (*cf.* graphique 1.81). Néanmoins, les cyberattaques visant le secteur financier ont augmenté de plus de 30 % par rapport à leur niveau de 2022. Le rapport publié par le fournisseur de cloud *Akamai*[96] révèle par exemple que les services financiers sont le troisième secteur le plus attaqué par le biais des applications Web dans la région Europe, Moyen-Orient et Afrique (EMEA), en augmentation de 119 % entre le deuxième trimestre 2022 et le deuxième trimestre 2023. Les attaques par rançongiciel (*ransomware)* visant le secteur financier seraient aussi en hausse d'après *Sophos*, passant de 55 % en 2022 à 64 % cette année (sur 366 répondants au sondage)[97].

Le 9 novembre 2023, une cyberattaque par rançongiciel[98] a paralysé les systèmes informatiques de la branche américaine des services financiers de la Banque industrielle et commerciale de Chine (Industrial and Commercial Bank of China - ICBC). Cette cyberattaque a paralysé les systèmes informatiques de la banque, perturbant le traitement des transactions pour le compte d'autres participants de marché et la liquidité du marché des bons du Trésor américain. Une injection de 9 milliards de dollars par la société mère d'ICBC à sa filiale américaine a été nécessaire pour couvrir les transactions non réglées[99] avec la banque américaine BNY Mellon. BNY Mellon a temporairement déconnecté électroniquement ICBC de sa plateforme de compensation et a utilisé des solutions de contournement pour traiter les transactions. Cette attaque met en évidence les fortes interconnexions entre les participants de marché et le risque de contagion des cyberattaques à l'ensemble du secteur financier.

Le système financier est par ailleurs exposé à des attaques de plus en plus sophistiquées, facilitées par l'accès à l'intelligence artificielle générative. Le développement de l'intelligence artificielle générative permet non seulement aux cyber-attaquants de créer des attaques plus difficiles à détecter (hameçonnage) mais aussi d'améliorer des attaques par le biais d'un code malveillant. Ces technologies permettent aux attaquants moins expérimentés de réaliser des attaques plus difficiles à détecter[100]. Les cyberattaques par hameçonnage notamment sont facilitées par l'intelligence artificielle, en raison de la qualité des courriels qui peuvent être produits dans plusieurs langues, sans faute d'orthographe. Les attaquants pourraient alors produire rapidement des courriels d'hameçonnage plus difficiles à détecter par les destinataires. L'intelligence artificielle peut aussi permettre à des cyberattaquants n'ayant pas les compétences pour mener à terme leurs attaques d'apprendre de nouvelles compétences techniques leur permettant de réaliser des attaques relativement sophistiquées. Néanmoins, l'intelligence artificielle permet aussi d'améliorer la cybersécurité. De nouveaux services intégrant des intelligences artificielles génératives peuvent faciliter l'identification de menaces et renforcer l'expertise des équipes de sécurité. D'après IBM, 39 % des organisations financières ont déclaré utiliser l'intelligence artificielle et l'automatisation de la cybersécurité en 2023, ce qui leur aurait permis de réaliser 850 000 dollars d'économies par rapport au coût moyen mondial d'un vol de données.

En outre, le secteur financier est exposé indirectement au risque cyber par le biais des services financiers fournis à des secteurs eux-mêmes fortement exposés à ce type de risque. Les entreprises clientes des banques et assureurs sont de potentielles cibles de cyberattaques qui peuvent affecter leurs activités et leur réputation. Ces cyberattaques peuvent engendrer d'importantes pertes financières et mettre en péril leur solvabilité et, par répercussion, affecter les acteurs financiers. Les banques sont notamment exposées par le biais de prêts et les

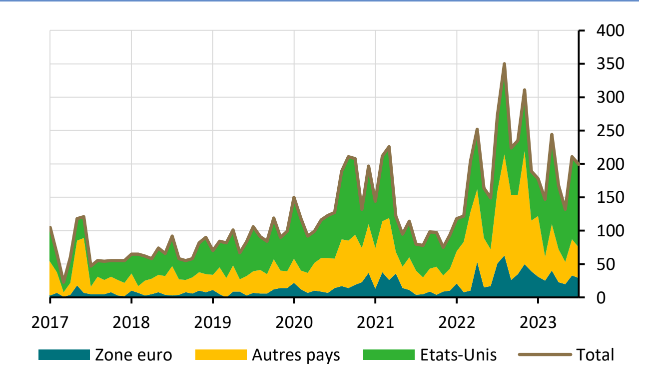
[95] Les données des cyberattaques proviennent du web et sont enrichies par le CISSM (Université du Maryland), elles ne sont pas exhaustives mais présentent une tendance générale.
[96] The High Stakes of Innovation: Attack Trends in Financial Services - Akamai Group
[97] The State of Ransomware in Financial Services 2023 - Sophos
[98] Ransomware attack on ICBC disrupts trades in US Treasury market (ft.com)
[99] Wall Street and Beijing fight fallout of ransomware attack on China's biggest bank (ft.com)
[100] Cybersecurity cross region Generative AI may increase cyber risk - Moody's

assureurs par la couverture des pertes causées par les attaques. L'assurabilité du risque cyber est complexe et la fréquence et l'intensité de la sinistralité en matière d'attaque cyber sont difficiles à anticiper. L'Association pour le management des risques et des assurances de l'entreprise (AMRAE)[101] constate que le ratio sinistres/primes est instable d'une année à l'autre. Si le niveau de sinistralité venait à coïncider avec le niveau élevé de la menace, les primes collectées ne permettraient plus de couvrir les indemnisations.

Néanmoins, le secteur financier reste résilient face au risque cyber par ses investissements continus en cybersécurité et sa préparation face aux attaques. De mauvaises pratiques de cybersécurité mèneraient à 2,6 fois plus d'incidents cyber répertoriés et des pertes financières consécutives (en raison du risque de réputation ou encore des fuites d'information)[102]. Les investissements du secteur financier en cybersécurité sont en hausse et vont continuer à augmenter dans les années à venir. Tous secteurs économiques confondus, 51 % des organisations prévoient d'augmenter leurs investissements en cybersécurité, notamment en ce qui concerne la planification et les tests de réponse aux incidents, la formation des employés et les outils de détection et de réponse aux menaces (cf. graphique 1.82). Les institutions financières devraient gagner en robustesse face aux cyberattaques grâce à leur préparation au règlement européen DORA, qui entrera en application en janvier 2025 et imposera aux institutions financières un programme de tests de résilience opérationnelle. Le renforcement de la cyber-résilience du secteur financier passe également par une préparation collective à la gestion d'une crise cyber et de ses impacts financiers. À ce titre, le secteur financier français a déjà pu démontrer son haut niveau de maturité dans le cadre des exercices de place organisés annuellement par le groupe de place Robustesse (Banque de France)[103]. Les dispositifs de partage d'information et de coordination entre les autorités financières ou avec le secteur financier se développent également au niveau européen, témoignant d'une prise de conscience croissante du caractère transfrontalier du risque cyber.

Graphique 1.81 : Nombre de cyberattaques mondiales rendues publiques

x : axe temporel / y : nombre d'attaques publiques



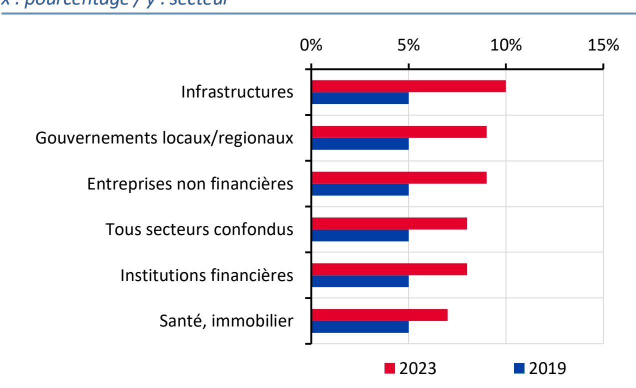
Source : CISSM Université du Maryland

Note : Les données des cyberattaques proviennent du web et sont enrichies par le CISSM, elles ne sont pas exhaustives mais présentent une tendance générale.

Dernier point : juillet 2023

Graphique 1.82 : Évolution de la part des dépenses de cyber-sécurité dans le budget consacré aux technologies

x : pourcentage / y : secteur



Source : Moody's Cyber Survey

[101] Bibliothèque AMRAE - AMRAE

[102] The impact of cybersecurity management - Moody's

[103] En 2023, plus de 1500 professionnels du secteur financier se sont réunis autour d'un exercice simulant une cyberattaque sur supply-chain contre plusieurs acteurs-clés de la Place, générant une tension sur la liquidité bancaire et un besoin de coordination à la fois sur les sujets financiers et sur les enjeux de communication. L'exercice a permis d'identifier des pistes de travail, dans une démarche d'amélioration continue du dispositif de gestion de crise de Place.

Le système financier est exposé au risque de transition

Alors que la France et l'Union européenne entament leur transition vers une économie décarbonée, le secteur financier doit à la fois gérer les risques liés à cette transition et la soutenir financièrement. La transition vers une économie décarbonée exige de cesser le financement de certains secteurs d'activité, comme l'extraction de combustibles fossiles, au profit d'activités bas-carbone. La Stratégie nationale bas carbone estime le besoin de financement à environ 105 milliards d'euros par an d'ici 2030 pour atteindre les objectifs européens de réduction des émissions d'au moins 55 % d'ici 2030 (« Fit for 55 »).[104] La mise en place de politiques de transition respectant ces objectifs pourrait entraîner des pertes importantes pour les institutions financières insuffisamment préparées (par ex. Jourde et Koné, 2023[105]), ce qui constitue un risque pour la stabilité financière.

L'exposition du système financier français au risque de transition et son alignement aux objectifs de réduction des émissions de carbone peuvent être mesurés à l'aide d'indicateurs fondés sur les détentions sectorielles des portefeuilles des institutions financières (banques, fonds et assureurs). Cette approche (cf. encadré 1.7 pour le détail de la méthode) permet d'identifier quatre métriques : i) la part du portefeuille investie dans les secteurs susceptibles d'être affectés par la transition écologique et pertinents pour son bon déroulement (*climate-policy relevant sectors* – CPRS) ; ii) la part du portefeuille investie dans les activités fortement exposées au risque de transition et donc soumises à un risque de correction élevé en cas de transition désordonnée (par ex. les énergies fossiles) ; iii) la part du portefeuille investie dans les activités clés pour la transition sans y apporter une contribution substantielle, dits éligibles à la taxonomie européenne ; et iv) la part du portefeuille investie dans des activités satisfaisants des critères techniques de transition, dits alignés sur la taxonomie européenne (par ex. énergies renouvelables).

Les portefeuilles des institutions financières françaises ont une exposition modérée au risque de transition mais restent insuffisamment alignés sur les objectifs de transition. La mise en œuvre et le respect par les SNF de plans de transition cohérents avec les objectifs européens de réduction des émissions doivent devenir un enjeu central pour les institutions financières. Ces institutions devront également poursuivre la réduction progressive de leurs expositions aux activités les plus risquées. Il est important que les institutions financières établissent et communiquent leurs propres plans de transition afin d'avoir des objectifs concrets et mesurables de décarbonisation de leur portefeuille. Les possibilités d'action des investisseurs dépendent du type d'actifs détenus. Les banques ont un rôle particulier à jouer car elles sont les principales pourvoyeuses de crédit ce qui leur confère une relation particulièrement étroite avec les emprunteurs. De plus, 60 % de leur portefeuille de crédit aux SNF est investi dans des actifs éligibles à la taxonomie. Les assureurs sont plus investis dans les obligations et peuvent notamment soutenir le développement du marché des obligations vertes. Les fonds d'investissement détiennent davantage d'actions et doivent renforcer leur capacité d'engagement auprès des entreprises. Ces actions permettront *in fine* de réduire l'exposition du système financier français au risque de transition désordonnée.

---

[104] Tableau 5 du rapport Panorama-des-financements-climat-edition-2022_au-16-12-22.pdf (i4ce.org)
[105] « *L'exposition des fonds d'investissement français aux risques climatiques de transition* », Bulletin de la Banque de France n° 248/7, septembre-octobre

Encadré 1.7 : Indicateurs d'exposition au risque de transition et d'alignement sur les objectifs de réduction des émissions de carbone

Les indicateurs d'exposition au risque de transition et d'alignement sur les objectifs de réduction des émissions de carbone s'appuient sur une identification des actifs au sein des portefeuilles de marché et de crédit des institutions financières qui peuvent être affectés par la transition écologique ou qui sont essentiels pour accompagner cette transition.

Les indicateurs développés utilisent la classification sectorielle NACE[106], à partir de laquelle Battiston et al. (2017) identifient les secteurs pouvant être affectés par la transition écologique et pertinents pour sa bonne conduite (*climate-policy relevant sectors,* CPRS). Les six CPRS sont les secteurs des combustibles fossiles, de l'industrie intensive en énergie, de la construction, des services publics, des transports et de l'agriculture. Ces secteurs n'englobent pas seulement les activités d'extraction fossile, pour lesquelles le risque d'actif irrécupérable est réel, mais aussi d'autres secteurs essentiels à la transition dont l'exposition au risque de transition dépend des choix technologiques réalisés. Une autre approche – complémentaire à l'approche sectorielle présentée et très répandue – identifie les entreprises exposées sur la base de leur niveau ou de leur intensité d'émission de gaz à effet de serre, mais elle pâtit d'une couverture limitée des entreprises, notamment en ce qui concerne le crédit bancaire.

Les travaux du Centre de recherche de la Commission européenne raffinent l'ensemble des CPRS en indicateurs sectoriels d'exposition aux risques climatiques et de financement de la transition (par ex. Alessi et Battiston, 2022[107] ;Alessi et Battiston, 2023[108]). Au sein de chaque CPRS, Alessi et Battiston (2022) proposent une estimation de l'éligibilité à la taxonomie européenne (*taxonomy eligibility*), de l'alignement sur la taxonomie européenne (*taxonomy alignment coefficient*) et d'exposition aux risques de transition (*transition risk exposure coefficient*) pour chaque secteur NACE au sein de chaque pays de l'Union Européenne (UE). Les activités éligibles à la taxonomie européenne sont les activités clés qui doivent répondre à l'un des six objectifs environnementaux définis par la taxonomie[109]. Les activités éligibles deviennent alignées sur la taxonomie si elles apportent une contribution substantielle à au moins un des objectifs environnementaux. Cette démarche est nécessaire car les secteurs NACE ne sont pas suffisamment granulaires pour distinguer clairement les activités polluantes des activités bas-carbone. Ainsi, la production d'électricité (NACE D35.11) est éligible à la taxonomie européenne. Elle est à la fois alignée sur la taxonomie à hauteur de 35 % à l'échelle de l'UE (part des énergies renouvelables dans la production totale de l'électricité en UE) et exposée au risque de transition à hauteur de 39 % (la part des énergies fossiles dans la production totale de l'énergie).

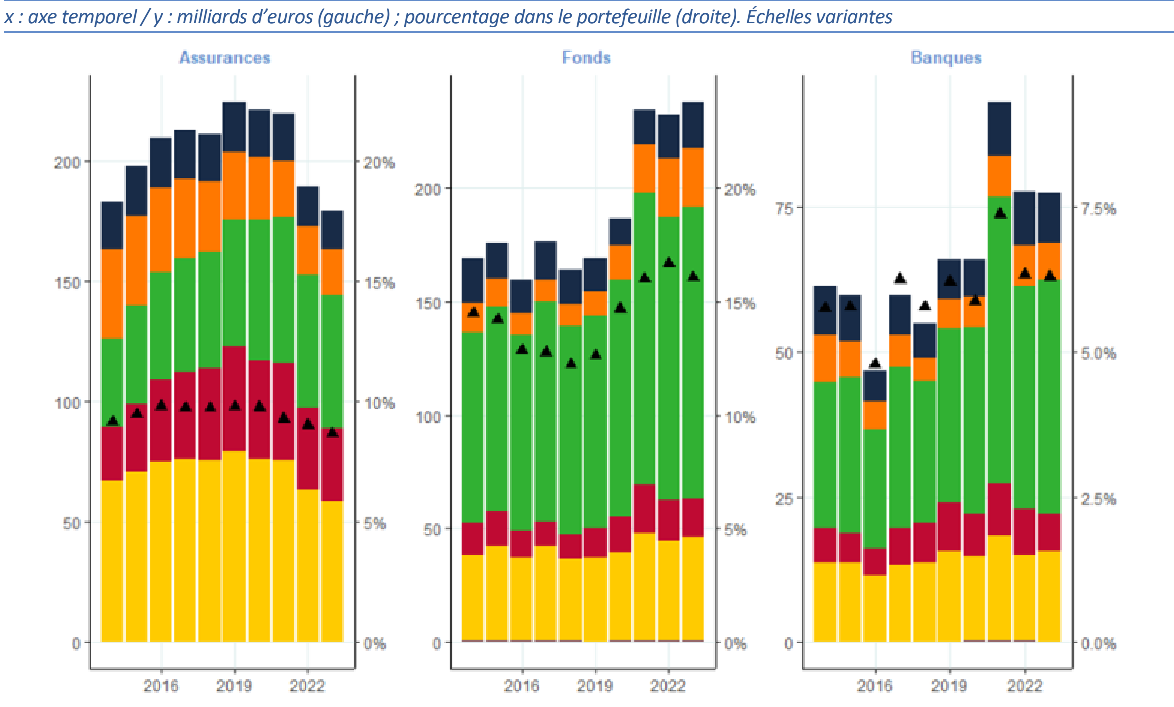
Les trois indicateurs d'Alessi et Battiston fournissent donc une vision complémentaire i) de l'exposition des institutions financières au risque de transition, ii) de la part de leur portefeuille susceptible de jouer un rôle important pour le respect des objectifs de réduction des émissions si des plans de transition cohérents sont mis en place par les entreprises, et iii) du financement d'activités à faible intensité de carbone, notamment dites alignées sur la taxonomie européenne. Cette approche sectorielle de l'exposition suppose cependant que les investisseurs détiennent un « portefeuille de marché » et ne tient pas compte des expositions différenciées des investisseurs à des entreprises d'un même secteur.

[106] Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne.
[107] Alessi, L., & Battiston, S. (2022). Two sides of the same coin: Green Taxonomy alignment versus transition risk in financial portfolios. *International Review of Financial Analysis*, *84*, 102319.
[108] Alessi, L., & Battiston, S. (2023). Taxonomy alignment and transition risk: a country-level approach. *European Commission, JRC135889*.
[109] Les six objectifs environnementaux couvrent l'atténuation du changement climatique, l'adaptation au changement climatique, l'utilisation durable et la protection des ressources hydriques et marines, la transition vers une économie circulaire, la prévention et la lutte contre la pollution, ainsi que la protection et la restauration de la biodiversité et des écosystèmes.

Les niveaux d'exposition et de financement des CPRS varient largement entre les différents types d'institutions financières françaises (cf. graphique 1.83). En 2023, les banques financent les CPRS à hauteur de 938 milliards d'euros (863 milliards par les prêts, soit 58 % de l'ensemble des crédits bancaires aux SNF[110], cf. graphique 1.85; 75 milliards par les détentions de titres). En 2023, les plus importants investisseurs en titres (obligations et actions) dans les CPRS sont les fonds d'investissement (près de 250 milliards d'euros) et les assureurs (près de 175 milliards). La structure de financement des CPRS varie également largement entre les secteurs financiers. Les banques constituent la principale source de financement du secteur de la construction et des activités immobilières (plus de 50 % des prêts aux SNF) ainsi que du secteur de l'agriculture. Les fonds d'investissement sont plus orientés vers les secteurs intensifs en énergie et les assureurs vers le secteur des transports. Le montant de prêts bancaires aux CPRS a beaucoup augmenté en valeur absolue mais sa part dans l'ensemble des crédits bancaires aux SNF est restée identique. Les fonds et banques ont accru leurs financements et leurs expositions aux CPRS entre 2014 et 2023, tandis que les financements en provenance des assurances sont stables.

Graphique 1.83 : Exposition des institutions financières françaises aux CPRS

x : axe temporel / y : milliards d'euros (gauche) ; pourcentage dans le portefeuille (droite). Échelles variantes



Sources : SHS-S, CSDB, Battiston et al. (2017), calculs Banque de France

Notes : les estimations sont basées uniquement sur les titres inclus dans les portefeuilles. Les prêts bancaires sont exclus de l'analyse et font l'objet d'une partie spécifique (cf. graphique 1.85). Les détentions des assureurs ne sont pas transparisées, les parts de fonds sont donc exclues du portefeuille des assureurs.

CPRS : Climate-Policy Relevant Sectors

Dernier point : T2 2023

En 2023, le financement des activités alignées sur les objectifs de transition par les portefeuilles de titres des institutions financières françaises reste marginal. Seulement 1 % de leurs portefeuilles est aligné sur la taxonomie (cf. graphique 2). Les fonds et assureurs sont les principaux investisseurs dans les titres émis par les entreprises des activités éligibles à la taxonomie à hauteur de 170 et 150 milliards d'euros respectivement, soit 12 % et 8 % du portefeuille des titres. En revanche, le financement des activités alignées sur la taxonomie reste très limité, à

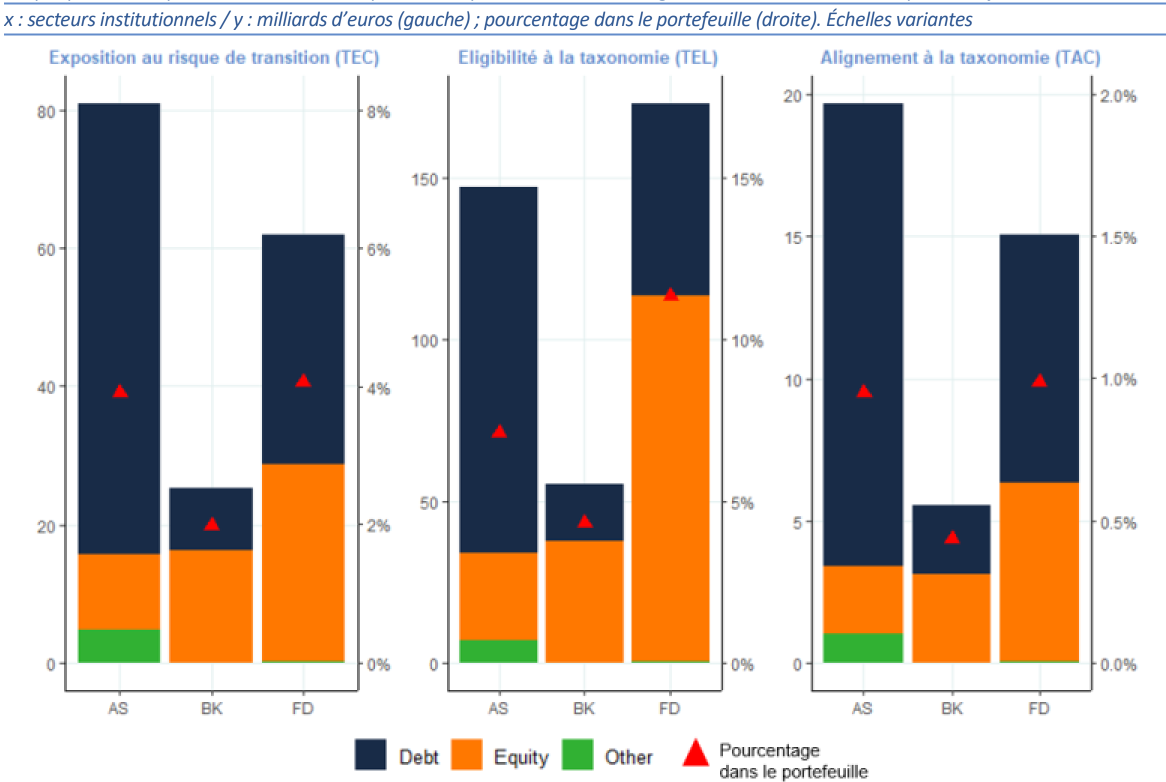
[110] Ce pourcentage n'est pas directement comparable aux chiffres présentés ci-dessous, car la base SRC dont il est issu n'inclut pas les crédits aux institutions financières, contrairement à la base SHS-S pour les portefeuilles de titres.

20 milliards d'euros pour les assureurs et 15 milliards pour les fonds (environ 1 % des portefeuilles). Cela reflète avant tout l'alignement insuffisant des différents secteurs d'activités sur la taxonomie européenne.

L'exposition des portefeuilles de titres des institutions financières françaises aux risques climatiques de transition apparaît maîtrisable. L'exposition des assurances et des fonds aux risques climatiques (80 et 65 milliards d'euros d'exposition respectivement) représente environ 4 % de leurs portefeuilles. Néanmoins, les assureurs sont principalement exposés par le biais de produits obligataires tandis que les fonds ont une exposition plus équilibrée entre les obligations et les actions. Sur le court-terme, l'incidence des risques climatiques de transition est probablement plus élevée pour les actions dont le prix dépend notamment des perspectives de croissance des entreprises.

Graphique 1.84 : Exposition en titres aux risques climatiques de transition et alignement à la Taxonomie européenne à juin 2023

x : secteurs institutionnels / y : milliards d'euros (gauche) ; pourcentage dans le portefeuille (droite). Échelles variantes



Sources : SHS-S, CSDB, Battiston et al. (2017), calculs Banque de France

Notes : les estimations sont basées uniquement sur les titres inclus dans les portefeuilles. Les prêts bancaires sont exclus de l'analyse et font l'objet d'une partie spécifique (cf. graphique 1.85).

AS : Assurance ; BK : Banques ; FD : Fonds d'investissement

Estimation au T2 2023

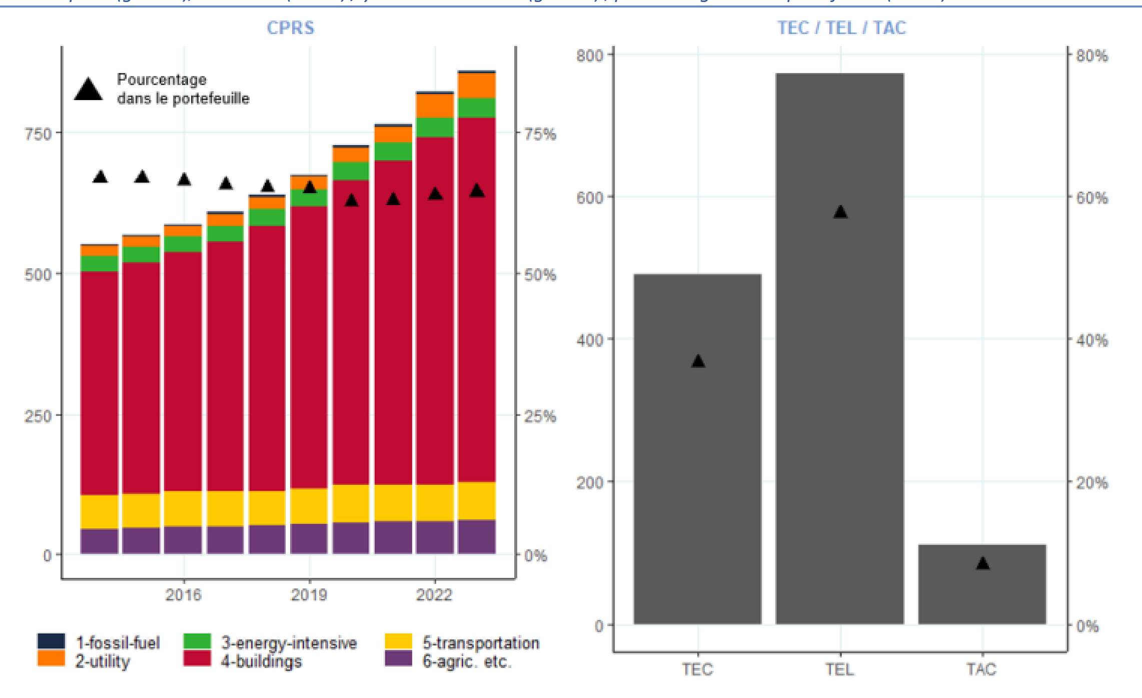
Les prêts bancaires sont de loin la principale source de financement potentielle de la transition, au prix d'une exposition plus forte au risque de transition par le biais des secteurs de la construction et de l'immobilier. Le financement des activités éligibles à la transition représente près de 770 milliards d'euros. Cela est dû à la part importante des secteurs de la construction et de l'immobilier dans les crédits bancaires aux SNF (Allen et al., 2023[111]. Les banques françaises sont également la principale source de financement des activités alignées sur la taxonomie, à hauteur de 100 milliards d'euros. Néanmoins, l'exposition au risque de transition est également bien plus élevée que pour les autres catégories d'investisseurs (environ 500 milliards d'euros contre 80 milliards pour les assureurs et 65 milliards pour les fonds). Ces observations soulignent l'importance d'une bonne intégration

[111] Changement climatique et immobilier résidentiel : quels risques pour le secteur bancaire ?, Bulletin de la Banque de France, septembre-octobre 2023

par les banques des enjeux de performance écologique des entreprises pour qu'elles deviennent des acteurs clés de la transition (Carradori et *al.*, 2023[112]).

Graphique 1.85 : Focus sur les prêts bancaires – CPRS et TEC/TEL/TAC à juin 2023

x : axe temporel (gauche), indicateur (droite) / y : milliards d'euros (gauche) ; pourcentage dans le portefeuille (droite). Échelles variantes



Sources : SHS-S, CSDB, Battiston et al. (2017), calculs Banque de France
Notes : Taxonomy Eligibility (TEL), Taxonomy Alignment Coefficient (TAC), Transition risk Exposure Coefficient (TEC)
Dernier point : T2-2023. Le secteur de la construction inclue également les expositions aux activités immobilières (code NACE 68) qui comprennent des SCI d'entreprises.

[112] Carradori, O., Giuzio, M., Kapadia, S., Salakhova, D., Vozian, K. (2023). Financing the low-carbon transition in Europe. *ECB Working Paper N2813*.

2. Le marché de l'immobilier résidentiel se replie progressivement face à la hausse des taux

Le marché de l'immobilier résidentiel connaît un repli principalement dû à la contraction de la demande dans un contexte de hausse des taux d'intérêt. À ce stade, les risques pour la stabilité financière demeurent contenus. L'immobilier résidentiel est particulièrement scruté en raison des enjeux potentiellement systémiques qu'il représente pour le système financier. Principale classe d'actifs détenue par les ménages (62 % de leur patrimoine [113]), c'est aussi la cause première de leur endettement élevé. Assurer des conditions d'octroi saines du crédit immobilier constitue donc un élément fondamental pour la maîtrise de l'endettement des ménages, la résilience des banques et plus généralement la stabilité financière. De plus, l'immobilier résidentiel est aussi un pilier essentiel de l'économie réelle. D'une part, la construction représente un secteur important de l'économie française (6,7 % des emplois en 2020 et 5,5 % de la valeur ajoutée au quatrième trimestre 2022) [114]. D'autre part, le logement est pour les ménages un bien essentiel, notamment pour accéder à l'emploi. Un chapitre thématique de l'*Évaluation des risques du système financier français* (*ERS*) de décembre 2021 avait ainsi déjà été consacré à l'immobilier résidentiel. Le contexte était alors fort différent : taux bas, croissance des prix hétérogène sur le territoire et fort endettement des ménages [115].

La hausse continue des taux d'intérêt à l'habitat provoque un ajustement du marché de l'immobilier résidentiel après une période d'expansion historique. Le resserrement des conditions de financement, **enclenché depuis janvier 2022,** affecte principalement le volume des transactions depuis mi-2022. Parallèlement, les prix nominaux connaissent jusqu'à présent une décélération modérée. Ces facteurs ont accéléré la baisse du pouvoir d'achat immobilier, entamée dès 2020 et principalement liée à la forte hausse des prix. Ainsi, le repli de la production de crédit, toutefois moins marqué que chez nos voisins européens, s'explique principalement par une baisse de la demande des ménages face au resserrement des conditions financières (cf. partie 1).

Les risques pour la stabilité financière restent cependant limités en France en raison de la résilience du modèle français de financement de l'immobilier et de l'action des autorités prudentielles. Les caractéristiques structurelles du marché français de l'immobilier résidentiel limitent en effet le risque de crédit. De plus, cette résilience est renforcée par la norme du HCSF (Haut Conseil de stabilité financière), qui a conduit à l'assainissement des conditions d'octroi pour tous les segments de marché sans nuire à l'accès au crédit. Le risque pour la stabilité financière lié aux difficultés spécifiques rencontrées par le marché du neuf semble à ce stade sous contrôle. En effet, les expositions bancaires au secteur de la construction ne totalisent que 5,6 % des encours aux sociétés non financières. Enfin, l'endettement des ménages diminue, pour la première fois depuis 1999, sur trois trimestres consécutifs (cf. partie 2.2).

[113] Source : Insee.
[114] Source : Insee.
[115] Cf. *Évaluation des risques du système financier français- Décembre 2021 | Banque de France (banque-france.fr)*

2.1 Après une période de forte expansion du marché de l'immobilier résidentiel, la hausse des taux provoque un repli

La fin d'une période de taux exceptionnellement bas a entraîné un ajustement du marché de l'immobilier résidentiel

En lien avec le resserrement des conditions financières, les taux d'intérêt moyens à l'octroi des crédits à l'habitat ont augmenté depuis début 2022, de façon cependant plus mesurée en France que dans le reste de l'Europe. Sur la période allant du quatrième trimestre 2021 au troisième trimestre 2023, les taux des crédits à l'octroi (c'est-à-dire le taux annuel effectif global – TAEG, qui inclut frais et assurance) ont augmenté de 255 points de base (pb) en zone euro (cf. graphique 2.1) pour atteindre 4,15 %. Cette hausse est plus marquée que lors du précédent épisode de resserrement des taux (de 3,71 % au troisième trimestre 2005 à 5,69 % au troisième trimestre 2008, soit + 198 pb). Bien qu'également historique, la hausse du taux moyen des crédits à l'habitat en France depuis fin 2021 a été plus modérée (+ 212 pb depuis le quatrième trimestre 2021, contre + 168 pb entre le troisième trimestre 2005 et le quatrième trimestre 2008), en raison notamment de la limite fixée par le taux d'usure dont l'objectif est de protéger les ménages emprunteurs de taux excessifs. Au troisième trimestre 2023, le taux d'emprunt en France s'établit à 3,83 %, soit un niveau supérieur à celui observé en moyenne au cours des deux dernières décennies (3,58 % en moyenne depuis le premier trimestre 2003). Ce resserrement des conditions financières intervient après une période de politique monétaire ultra accommodante qui a conduit à une forte réduction du coût du crédit à l'habitat et un dynamisme important du marché immobilier. Les taux à l'octroi avaient ainsi diminué de 100 points de base dans la zone euro durant les cinq années qui ont précédé la crise sanitaire (de 2,75 % à 1,75 % entre le quatrième trimestre 2014 et le quatrième trimestre 2019) et de 142 pb en France.

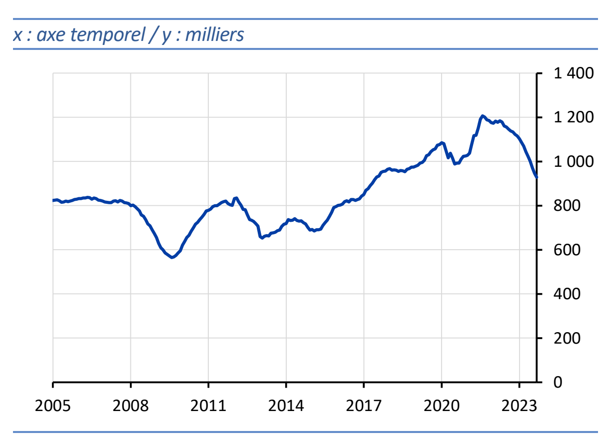
Graphique 2.1 : Taux d'intérêt annuel effectif global des nouveaux crédits à l'habitat à destination des ménages

x : axe temporel / y : pourcentages

Source : BCE
Note : Taux d'intérêt annuel effectif global, i.e. taux d'intérêt des crédits nouveaux à l'habitat incluant frais et assurance. ZE désigne la zone euro.

Graphique 2.2 : Volume de transactions de logements anciens cumulé sur un an

x : axe temporel / y : milliers

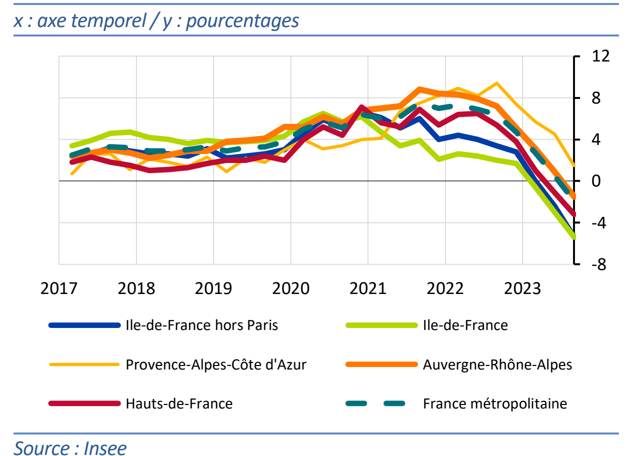


Source : Conseil général de l'Environnement et du Développement Durable (CGEDD)
Note : Dernières données disponibles à fin août 2023

La hausse des taux d'intérêt a conduit à un ajustement du marché de l'immobilier résidentiel, qui s'est d'abord manifesté via une réduction importante du nombre de transactions puis par un ralentissement progressif des prix, plus prononcé toutefois dans certaines grandes villes. Ainsi, le nombre de transactions cumulées sur douze mois dans l'ancien était en forte baisse en août 2023 (955 000 transactions). Ce nombre demeure toutefois largement supérieur au niveau moyen de la période 2010-2020 (820 800 transactions), avant l'envolée historique post-Covid (cf. graphique 2.2). L'effet sur les prix est plus progressif mais néanmoins significatif : la croissance annuelle des prix des logements anciens est négative au troisième trimestre 2023, atteignant – 1,9 % (en glissement annuel [g.a.], données corrigées des variations saisonnières) en France métropolitaine, contre + 6,4 % un an plus tôt (cf. graphique 2.3). En glissement trimestriel, l'évolution des prix atteint – 1,1 % au troisième trimestre 2023, contre – 0,8 % au deuxième trimestre 2023 et – 0,2 % au premier trimestre 2023. Cette baisse masque des dynamiques contrastées, avec une diminution des prix plus marquée en Île-de-France (– 2 % au troisième trimestre 2023 par rapport au trimestre précédent). Elle reflète également un certain attentisme des ménages, acheteurs comme vendeurs, en raison notamment de l'incertitude quant à l'évolution du contexte économique. La stabilisation des taux d'intérêt devrait réduire cette incertitude. La forte hausse du stock d'offres sur les sites d'annonces témoigne de cette moindre fluidité des transactions et pourrait signaler une pression supplémentaire à la baisse sur les prix, encore indétectable par les indicateurs traditionnels (cf. encadré 2.1). Ce phénomène est à relier aux épisodes précédents de hausse des taux : historiquement en France, les prix de l'immobilier réagissaient moins rapidement à une augmentation des taux d'intérêt que le volume de transactions. Entre 2005 et 2023, il fallait en effet trois à quatre trimestres pour que la hausse des taux se traduise par une baisse marquée du nombre de transactions (cf. graphique 2.5), avant de se transmettre plus progressivement au prix des logements (cf. graphique 2.6). Ce maintien relatif des prix immobiliers dans un contexte de renchérissement du crédit pèse sur la capacité d'achat des ménages (cf. *infra*).


Graphique 2.3 : Évolution des prix des logements anciens par région et au niveau national

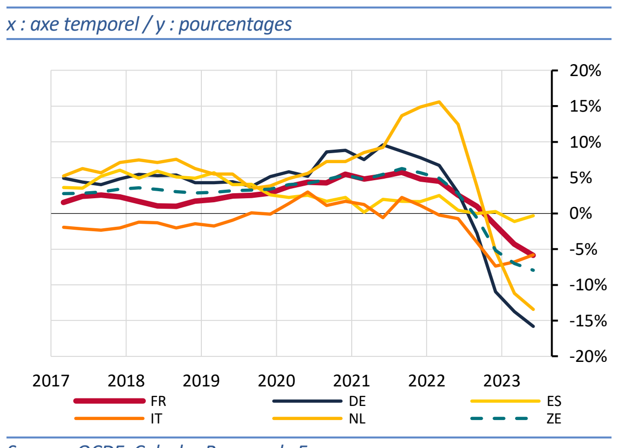
x : axe temporel / y : pourcentages



Source : Insee

Graphique 2.4 : Prix réels des logements – comparaison européenne

x : axe temporel / y : pourcentages



Source : OCDE, Calculs : Banque de France
Note : Indice de prix des logements en termes réels, correspondant au ratio de l'indice de prix des logements en termes nominaux et du déflateur de la consommation provenant des comptes nationaux de chaque pays.

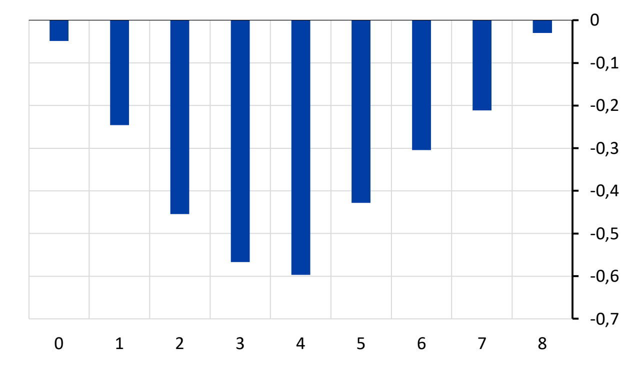
Cette évolution du marché de l'immobilier face à la hausse des taux d'intérêt s'observe dans d'autres pays européens. Au niveau de la zone euro, les prix de l'immobilier poursuivent une baisse entamée au troisième trimestre 2022 : ils sont en recul de 7,9 % au deuxième trimestre 2023 en glissement annuel [116]. Alors que la progression des prix entre 2015 et 2021 avait été moins soutenue en France qu'aux Pays-Bas ou en Allemagne (+ 16 %, contre respectivement + 43,8 % et 41,3 %), la baisse est aujourd'hui beaucoup plus prononcée dans ces pays (cf. graphique 2.4) [117]. Cette hétérogénéité pourrait aussi s'expliquer, d'après la littérature économique, par un « *lock-in effect* » (Campbell, 2023). Ainsi, dans un environnement de hausse des taux, les emprunteurs bénéficiant de taux fixes sont peu enclins à vendre pour acheter ailleurs car leur nouveau prêt serait plus coûteux

[116] Source : Banque centrale européenne.
[117] Source : Organisation de coopération et de développement économiques.

que l'ancien. Cette faible liquidité du marché immobilier réduit ainsi le nombre de transactions tout en contribuant à bloquer les prix immobiliers.

Graphique 2.5 : Corrélation entre variation du taux d'intérêt et croissance des transactions

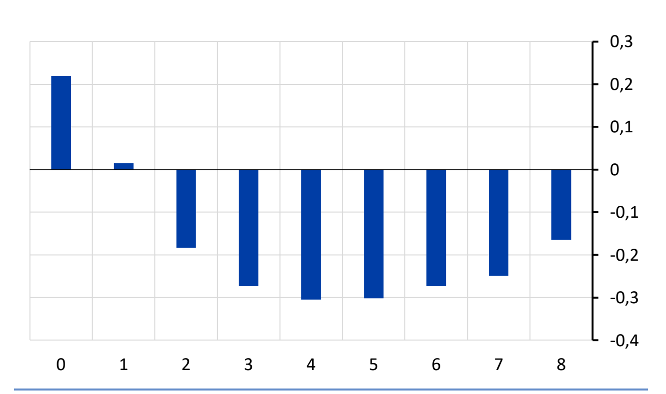

x : nombre de trimestres / y : coefficient de corrélation



Source : IGEDD, Banque de France - Calculs : Banque de France

Graphique 2.6 : Corrélation entre variation du taux d'intérêt et croissance des prix

x : axe temporel / y : coefficient de corrélation



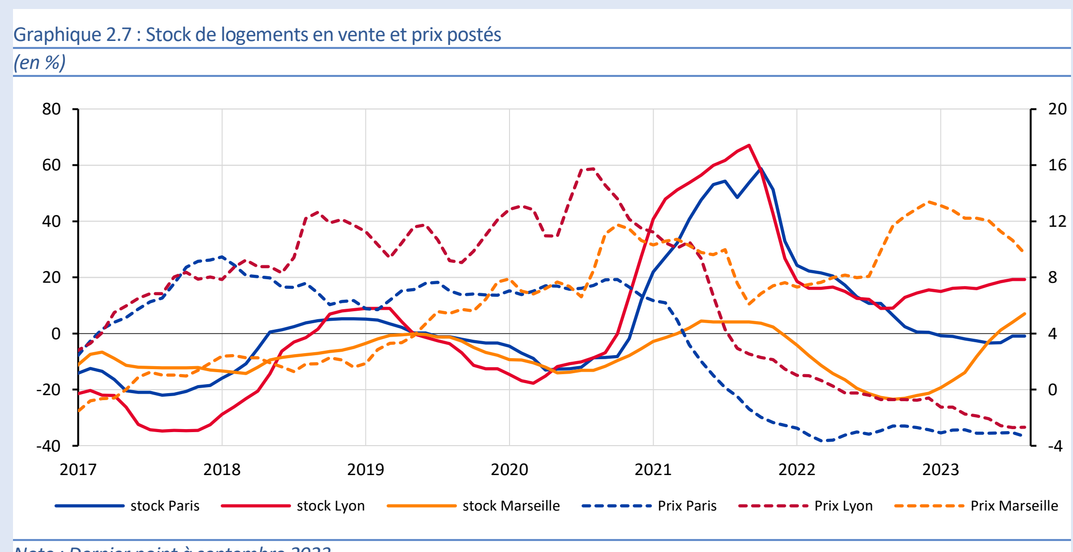
Source : INSEE, Banque de France, Calculs : Banque de France

Encadré 2.1 : Les indicateurs haute fréquence complètent les statistiques traditionnelles du marché français de l'immobilier

Le moissonnage (*web-scraping*), technique permettant de télécharger massivement des données non structurées sur Internet, permet un suivi des marchés immobiliers complémentaire de celui des indicateurs traditionnels (pour le cas du Royaume-Uni, cf. Bricongne *et al.*, 2023). Pour la France, les données mises à disposition par Yanport[1] permettent un suivi en temps quasi réel des offres postées sur les principaux sites d'annonces immobilières depuis le milieu des années 2010 au niveau national, départemental, ou des villes de plus de 100 000 habitants. Les données sont disponibles plus rapidement que les statistiques officielles et offrent un angle complémentaire du côté de l'offre, avant même que les biens fassent l'objet de transactions enregistrées. Outre le prix des biens postés, sont calculés le stock d'offres disponibles, le temps pendant lequel les offres sont affichées (environ 60 jours en moyenne sur la période pour les villes de plus de 100 000 habitants, de 46 jours pour Lyon à 86 pour Nice) ou les flux d'entrées et de sorties. Ainsi ces paramètres montrent en particulier une relation inverse entre le stock d'offres disponibles et l'évolution des prix (cf. graphique 2.7).

Graphique 2.7 : Stock de logements en vente et prix postés

(en %)



Note : Dernier point à septembre 2023.

Sources : Banque de France, Yanport.

Une régression en panel sur les villes de plus de 100 000 habitants reliant le taux de croissance mensuel des prix au stock de biens en vente le mois précédent montre d'une part l'impact négatif du stock de biens disponibles dans chaque ville : plus le stock est élevé dans une ville donnée, moins la demande rencontre l'offre et plus la pression s'exerce à la baisse sur les prix. D'autre part, cette régression met en exergue un effet « temps » global négatif à peu près à partir du deuxième trimestre 2022, qui semble bien corrélé avec l'évolution défavorable du pouvoir d'achat immobilier des ménages (défini dans l'encadré 2.2).

Au cours de l'année 2023, le taux de croissance annuelle des stocks de logements en vente augmente dans quasiment toutes les villes de plus de 100 000 habitants, signalant une possible pression à la baisse sur les prix sur les derniers mois.

1) L'entreprise privée Yanport utilise le moissonnage sur données immobilières pour produire des analyses du marché immobilier.

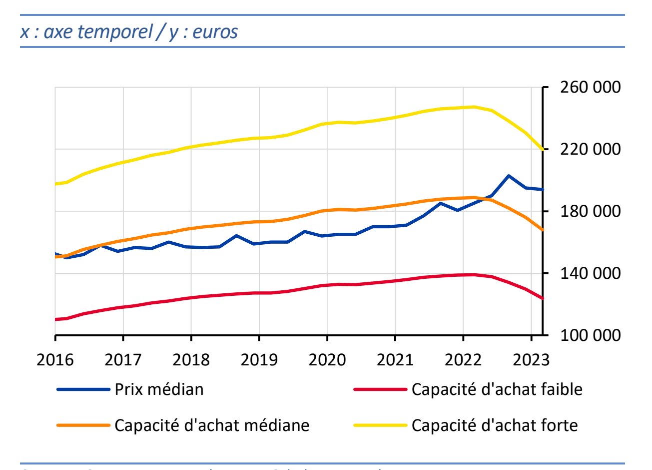
L'écart entre la capacité d'achat immobilier des ménages et les prix immobiliers a commencé à diminuer avant le début du resserrement monétaire en raison du dynamisme des prix

Depuis 2015, les taux d'intérêt très bas et la croissance des revenus avaient conduit à une amélioration continue de la capacité d'achat des ménages. Celle-ci s'est toutefois accompagnée d'une croissance des prix du logement encore plus rapide, qui a contribué à réduire l'écart entre capacité d'achat et prix immobiliers, avant que la remontée des taux d'intérêt ne fasse baisser la capacité d'achat. L'indicateur de capacité d'achat, calculé en euros, représente les montants moyens que différentes catégories de ménages sont en mesure de débourser à conditions d'emprunt (maturité, taux d'effort et taux d'apport) égales et fixes au cours du temps. L'écart entre la capacité d'achat et les prix médians du logement est ainsi un indicateur de tension pour les acheteurs. Que cette différence soit négative ne signifie pas que ces derniers sont privés d'achat immobilier, mais qu'ils doivent revoir à la baisse leurs ambitions (moindre surface, moindre efficacité énergétique, localisation différente). Or, cet écart est devenu négatif en France au deuxième trimestre 2022, puisque la baisse de capacité d'achat immobilier induite par la hausse des taux d'intérêt n'a pas été accompagnée d'une baisse des prix équivalente (cf. graphique 2.8).

À l'échelle départementale, ces dynamiques sont extrêmement différenciées : au premier trimestre 2023, la région parisienne, la façade atlantique et le Sud-Est, par exemple, ont des prix médians supérieurs à la capacité d'achat médiane du département concerné (cf. graphique 2.9). Cette forte hétérogénéité spatiale est à rapprocher de l'évolution des préférences post-Covid, analysées dans l'*ERS* de décembre 2021. En effet, une demande accrue pour un logement plus grand, facilitée en partie par les nouvelles modalités de télétravail déployées et pérennisées dans certains secteurs d'activité, avait renforcé l'attractivité des territoires périphériques. Ainsi à partir du deuxième semestre 2020, la croissance des prix de l'immobilier a été plus rapide en province qu'à Paris. Cette croissance des prix a aussi été plus rapide que celle des revenus. Ainsi, alors que l'écart entre capacité d'achat et prix était positif dans 73 % des départements au premier trimestre 2015, il ne l'est plus que pour 40 % au premier trimestre 2023. Une autre manière de lire la baisse de capacité d'achat des Français est de regarder la proportion de communes dans lesquelles la capacité d'achat médiane est supérieur au prix médian de la commune. En effet, la part est ainsi passée de 63 % à 40 %, signalant une baisse du nombre de communes dans lesquelles un ménage à la capacité d'achat médiane est en mesure de devenir propriétaire. Cette dynamique est aussi perceptible dans l'évolution du pouvoir d'achat immobilier, exprimé en surface achetable (cf. encadré 2.2). Ainsi le pouvoir d'achat, qui a connu une forte croissance entre 2008 et 2015, puis une stabilisation entre 2015 et 2020, a commencé à s'éroder dès 2020, avant de connaître un recul plus marqué avec la hausse des taux d'intérêt en 2022.

Graphique 2.8 : Évolution de la capacité d'achat immobilier et prix médians des logements en France

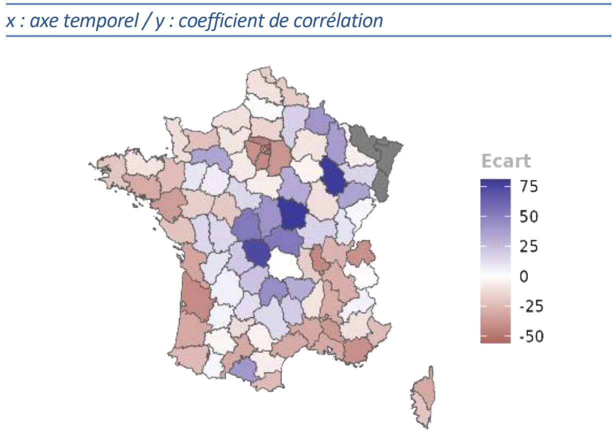
x : axe temporel / y : euros



Source : INSEE, DVF+, Banque de France, Calculs : Banque de France
Note : dernier point, mars 2023. Le bas revenu correspond au 3e décile, le haut revenu au 7e décile.
Paramètres : maturité de 25 ans, taux d'effort de 33 % et taux d'apport de 20 %

Graphique 2.9 : Ecart entre capacité d'achat immobilière et prix immobiliers par département

x : axe temporel / y : coefficient de corrélation

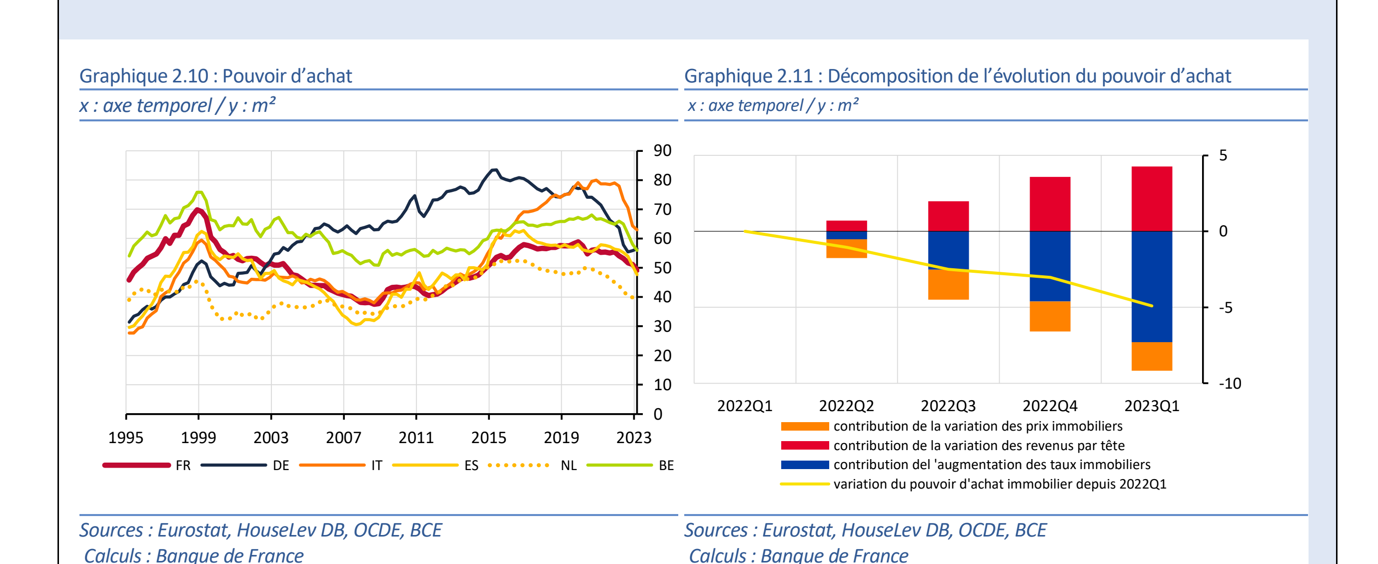


Source : INSEE, DVF+, Banque de France
Note : T1 2023, les données DVF+ sont indisponibles pour l'Alsace-Moselle

Encadré 2.2 : La baisse du pouvoir d'achat immobilier des ménages est moins prononcée en France qu'ailleurs

Dans le but d'apprécier la position conjoncturelle du cycle immobilier résidentiel, il est possible de construire un indicateur du pouvoir d'achat immobilier des ménages par pays en calculant le nombre de mètres carrés qu'un individu peut acquérir à un instant donné, compte tenu : i) du niveau courant de prix immobiliers, ii) du revenu disponible brut moyen par tête, et iii) des taux d'emprunt immobilier constatés. Afin de procéder à des comparaisons internationales, on représente ici la métrique du pouvoir d'achat immobilier harmonisé [1]. Cet indicateur impose des hypothèses constantes dans le temps, et d'un pays à l'autre, concernant le taux d'effort, la maturité d'emprunt, et le taux d'apport [2].

On constate une perte de pouvoir d'achat dans tous les pays en 2022, reflétant l'effet direct du renchérissement du crédit immobilier (cf. graphique 2.10). En France, cette perte récente fait suite à une période de relative stabilité du pouvoir d'achat immobilier entre 2015 et 2021 pendant laquelle les hausses de prix compensaient les effets conjugués du dynamisme des revenus nominaux et des conditions de crédit. Cependant, la baisse de pouvoir d'achat en France est de plus faible ampleur que celle des autres pays. La perte de m² est de 5 m² entre le premier trimestre 2022 et le premier trimestre 2023 – tandis qu'elle est 8,4 m² en Espagne, 15 m² en Italie et 7,1 m² en Allemagne sur le même période – notamment en raison de la remontée plus modeste des taux d'emprunt immobilier en France (cf. graphique 2.11). Dans la plupart des pays hors Allemagne, dont la France, la situation à mi-2023 est loin d'avoir effacé les gains de pouvoir d'achat immobilier des ménages observés entre 2008 et 2020.



Graphique 2.10 : Pouvoir d'achat
x : axe temporel / y : m²

Sources : Eurostat, HouseLev DB, OCDE, BCE
Calculs : Banque de France

Graphique 2.11 : Décomposition de l'évolution du pouvoir d'achat
x : axe temporel / y : m²

Sources : Eurostat, HouseLev DB, OCDE, BCE
Calculs : Banque de France
Note : les bandes en pointillés représentent l'écart minimum/maximum

1) Cf. notamment Banque de France, *Bloc-notes Éco*, n° 148 « Évolution du pouvoir d'achat immobilier par tête en zone euro », Lalliard *et al.*

2) La Banque de France publie dans son Pan*orama des prêts à l'habitat des ménages* un autre indicateur de pouvoir d'achat immobilier uniquement pour la France. Il est fondé sur la même méthodologie, mais utilise des hypothèses techniques différentes, en tenant compte des évolutions de la maturité effective observée. Au contraire, la méthode ici utilisée pour la comparaison internationale postule une maturité constante dans le temps et entre pays.

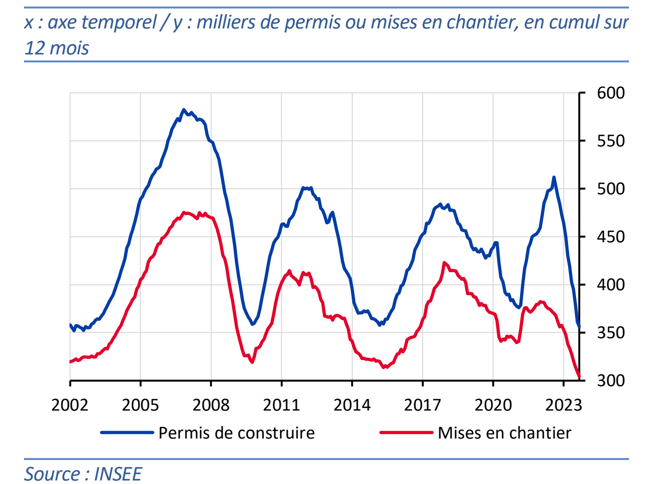
Les marchés du neuf et de la location sont plus affectés que les autres marchés de l'immobilier

La contraction du marché du neuf s'explique par une conjonction de facteurs dont certains connaissent des perspectives d'amélioration. Le nombre de logements commencés en septembre 2023 se situe 13 % en dessous de son niveau moyen calculé sur les douze mois précédant la crise sanitaire (cf. graphique 2.12). De plus, le niveau de réservations (c'est-à-dire les ventes de logements neufs) cumulées sur douze mois est en net recul pour les institutionnels (– 12,7 % au deuxième trimestre 2023 par rapport au deuxième trimestre 2022) et surtout pour les particuliers (– 31,8 % par rapport au deuxième trimestre 2022). La croissance des prix des logements neufs, nulle au premier trimestre 2023 en évolution trimestrielle, a significativement ralenti depuis le troisième trimestre 2022. La baisse de la demande, plus importante que celle observée après la crise de 2008, s'explique avant tout par la hausse des taux d'intérêt qui renchérit le crédit immobilier. Du côté de l'offre, se conjuguent d'importantes contraintes pour le secteur de la construction, au premier rang desquelles la hausse très importante du coût des matériaux dans un contexte inflationniste (cf. graphique 2.13) ainsi qu'un manque de main d'œuvre. Néanmoins, le risque pour la stabilité financière semble à ce stade sous contrôle, puisque les expositions bancaires au secteur de la construction représentent 5,6 % des encours aux sociétés non financières [118]. Enfin, les dernières enquêtes de conjoncture de l'Institut national de la statistique et des études économiques (Insee) montrent une amélioration du côté de l'offre. En effet, la part des entreprises connaissant des difficultés d'approvisionnement n'était plus que de 7,7 % en octobre 2023, contre 32,9 % en octobre 2022, tandis que celles dont l'activité est limitée par l'insuffisance de personnel passaient dans le même temps de 49,5 % à 41,4 % [119].



Graphique 2.12 : Permis de construire et mises en chantier

x : axe temporel / y : milliers de permis ou mises en chantier, en cumul sur 12 mois

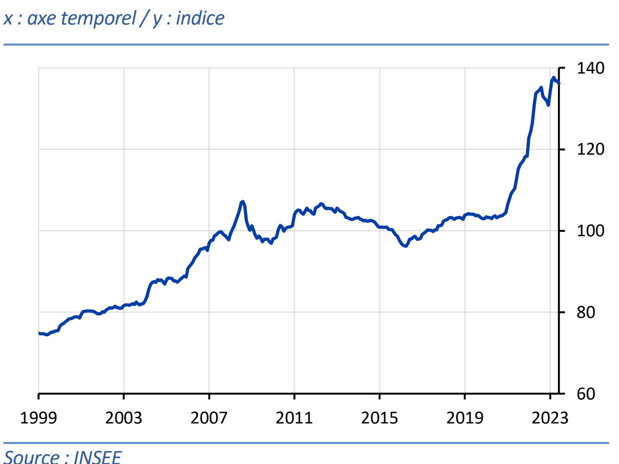


Source : INSEE



Graphique 2.13 : Indice des coûts des matériaux dans la construction de bâtiments

x : axe temporel / y : indice



Source : INSEE

Enfin, le marché locatif connaît des tensions importantes, sans que cela ne représente un risque direct pour la stabilité financière. Pour mesurer les tensions sur le marché locatif, il n'existe pas de statistiques officielles et la source primaire est celle des agents immobiliers. Dans une enquête de la Fédération nationale de l'immobilier (FNAIM), ces derniers constataient en août 2023 une baisse de 34 % des biens mis en location par rapport à l'année précédente [120], ainsi qu'une hausse des loyers contenue par leur encadrement dans certaines agglomérations où le marché locatif est tendu [121]. Plusieurs phénomènes concomitants peuvent expliquer ces tensions (Benassy-Quéré, 2023). En particulier, la demande est élevée en raison des difficultés à accéder à la propriété ainsi qu'au logement social. L'offre est réduite en raison notamment du développement de plateformes de location saisonnière (cf., par exemple, Duso *et al.*, 2021, sur le cas de Berlin, et l'Institut Paris Région, 2023, sur le cas de

[118] Cf. *Financement des entreprises Sep 2023 | Banque de France (banque-france.fr)*

[119] Source : Institut national de la statistique et des études économiques (Insee)

[120] Source : Fédération nationale de l'immobilier (FNAIM).

[121] Par exemple, la hausse des loyers en 2022 était de + 2,4 % dans l'agglomération parisienne, un rythme comparable à celle de l'Indice de référence des loyers (IRL) qui s'établit à 2,5 % en moyenne.

Paris). Par ailleurs, l'interdiction de louer des logements classés G+ au titre du diagnostic de performance énergétique (DPE) et d'augmenter le loyer des logements du parc privé classés F et G, auxquelles ne sont pour l'instant pas soumis les biens sur ces plateformes, pourrait aussi renforcer l'attractivité des locations touristiques par rapport à la location de longue durée. De plus, dans un contexte de taux d'intérêt plus élevés, les investissements locatifs, notamment dans les zones en forte tension où les ratios prix-loyers sont importants, sont moins rentables que d'autres investissements (Madec, 2023). Si les difficultés d'accès au logement peuvent avoir des conséquences économiques importantes, en particulier sur l'accès à l'emploi, le risque pour la stabilité financière est cependant moins direct. En effet, la hausse des loyers peut affecter la capacité de remboursement de certains ménages endettés, notamment ceux dont le revenu est faible, mais le surendettement reste limité en France (cf. chapitre 1, section « 1.2 La transmission de la hausse des taux d'intérêt à l'économie réelle se poursuit et pourrait accroître les vulnérabilités des acteurs non-financiers les plus endettés »).

Moins marqué que chez nos voisins européens, le repli de la production de crédits s'explique par le ralentissement de la demande face aux changements des conditions financières

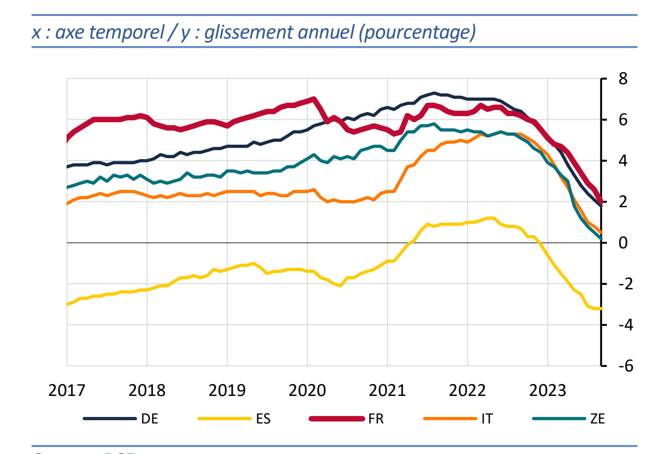
Après une période très favorable, le resserrement des conditions financières face au choc d'inflation s'est traduit par une baisse de la production de crédits à l'habitat à partir de mi-2022. Celle-ci demeure toutefois relativement plus abondante en France que dans le reste de l'Europe. La période de politique monétaire ultra accommodante débutée fin 2014 a nourri une dynamique du crédit immobilier particulièrement soutenue en France, comme dans le reste de l'Europe, à la faveur de taux d'emprunt historiquement bas [122]. La fin des premiers confinements et le développement du télétravail se sont traduits par un rattrapage et une demande accrue des ménages en matière de logement, conduisant à des niveaux de production records en France en 2021 (+ 19 % de production de crédits annuelle hors renégociations par rapport à 2019) et sur le premier semestre 2022 (plus haut historique sur douze mois glissants atteint en mai 2022). Cette phase d'expansion a pris fin avec le resserrement des conditions de financement à partir du début 2022, qui a engendré un ralentissement du crédit à l'habitat en Europe (cf. graphique 2.14). En France, la production sur douze mois glissants a diminué de 40 % en septembre 2023 par rapport au point haut de mai 2022 (– 37 % pour la production hors renégociations). À l'exception de la France, la production annuelle de crédits à l'habitat au troisième trimestre 2023 (rapportée au PIB) de l'ensemble des grandes économies européennes se situe à un niveau similaire ou inférieur à celui observé en moyenne avant la mise en place de la politique monétaire ultra accommodante (c'est-à-dire 2003-2014). La France se distingue avec une production annuelle (incluant les renégociations) qui demeure supérieure au niveau moyen observé avant 2014 (7 % du PIB au troisième trimestre 2023, contre 4,6 % du PIB entre le quatrième trimestre 2003 et le quatrième trimestre 2014, cf. graphique 2.15). Cette situation s'explique notamment par l'ajustement relativement plus progressif des taux d'emprunt face au resserrement de la politique monétaire. En ce qui concerne la production de crédits à l'habitat déflatée par l'indice des prix du logement, elle est en baisse de 3 % en France au troisième trimestre 2023 par rapport à la moyenne observée sur 2003-2014, contre – 50 % en Allemagne au deuxième trimestre 2023 [123].

[122] Ces dynamiques sont analysées dans l'*Évaluation des risques du système financier français* de décembre 2021.

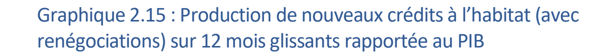
[123] Calcul effectué sur la base de la production trimestrielle de crédits à l'habitat (incluant les renégociations) publiée par la BCE et de l'indice trimestriel des prix des logements publié par l'OCDE (base 100 en 2015).

Graphique 2.14 : Croissance de l'encours de crédits immobiliers aux ménages

x : axe temporel / y : glissement annuel (pourcentage)

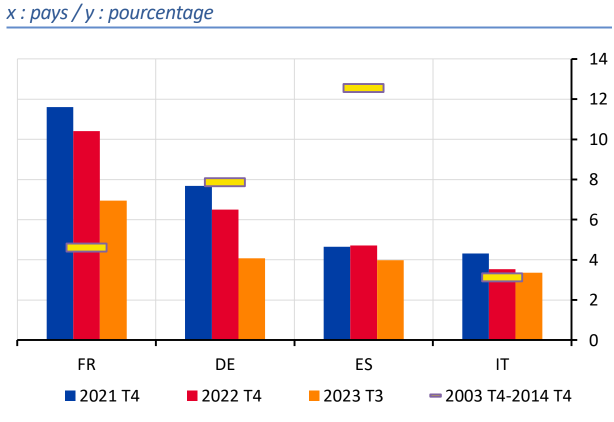


Source : BCE
Note : Encours de crédits à l'habitat avec opérations de titrisation incluses hormis pour l'Espagne et la zone euro (ZE)



Graphique 2.15 : Production de nouveaux crédits à l'habitat (avec renégociations) sur 12 mois glissants rapportée au PIB

x : pays / y : pourcentage



Source : BCE, OCDE
Note : la barre jaune représente la moyenne de la production de nouveaux crédits à l'habitat sur 12 mois glissants (avec renégociations) rapportée au PIB sur la période 2003 T4 – 2014 T4

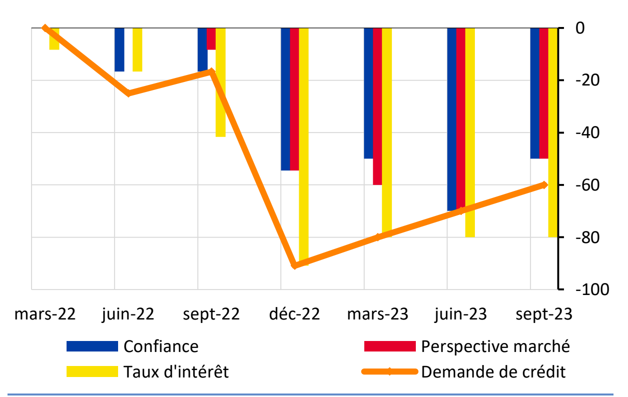
Cette baisse de la production s'explique avant tout par le ralentissement de la demande des ménages, en réaction à la hausse des taux d'emprunt. La Banque centrale européenne (BCE) effectue chaque trimestre une enquête auprès des banques de la zone euro pour suivre les différents facteurs influençant la distribution de crédits. En ce qui concerne le secteur des ménages, un grand nombre d'établissements français a indiqué, lors de ces enquêtes, une baisse significative de la demande de crédits à partir du quatrième trimestre 2022, expliquée principalement par la hausse des taux d'emprunt (cf. graphique 2.16). L'analyse des données fait également apparaître deux contraintes supplémentaires ayant eu un effet négatif sur la demande de logement : des perspectives dégradées pour le marché de l'immobilier résidentiel et une baisse de confiance vis-à-vis du contexte macroéconomique. Ces contraintes ont incité certains ménages à attendre une réduction des prix de l'immobilier et/ou une stabilisation du contexte macroéconomique avant d'investir. La dynamique observée en 2023 indique toutefois une réduction progressive du nombre de banques signalant une baisse de la demande de crédit.

En ce qui concerne l'offre de crédits immobiliers, les marges des établissements bancaires ont été affectées par la remontée rapide des taux d'intérêt depuis un an et demi. En effet, dès début 2022, les conditions de refinancement des nouveaux crédits à l'habitat se sont durcies sous l'effet de la hausse générale des taux de marché et des taux de l'épargne réglementée, du fait notamment de la forte hausse de l'inflation sur laquelle ils sont indexés (cf. graphique 2.17). La hausse des taux d'intérêt des nouveaux crédits à l'habitat sur la même période est restée plus limitée. Cette pression sur les marges bancaires a été accentuée par de multiples facteurs. Tout d'abord, contrairement aux conditions de refinancement qui s'ajustent rapidement, les taux facturés à la clientèle sont sujets à une certaine inertie. Cela est principalement dû à la forte concurrence entre établissements et, au sein de chacun d'entre eux, au délai entre l'offre de crédit et sa mise en place effective, ainsi qu'au plafond constitué par le taux de l'usure. Par ailleurs, les banques ont pu s'appuyer, avant le deuxième semestre 2022, sur leur large base de dépôts non rémunérés qui leur a permis de financer une partie des nouveaux crédits à un coût inférieur au coût de marché. Or, par la suite, la substitution par les ménages d'une partie de leurs dépôts à vue par des dépôts à terme rémunérés a aussi pesé sur l'évolution des marges bancaires.

Un certain nombre de mesures favorables à l'offre de crédit à l'habitat ont toutefois permis d'accompagner les banques face au resserrement des conditions financières, conduisant à un redressement des marges en 2023. La mensualisation temporaire du taux de l'usure à partir de février 2023 a permis de mieux accompagner la hausse des taux de refinancement et a contribué à un redressement des marges nettes d'intérêt. De plus, le taux de rémunération du livret A, élément central du coût de revient des crédits immobiliers, a été stabilisé à 3 % depuis août 2023. Ainsi, les banques françaises interrogées par la BCE [124] sont plus nombreuses à indiquer une augmentation de leurs marges au troisième trimestre 2023 qu'aux premier et deuxième trimestres (40 % en net, c'est-à-dire la part de celles indiquant une augmentation dont on retranche la part de celles signalant une diminution de leurs marges sur les prêts à l'habitat de risque moyen).

Graphique 2.16 : Évolution de la demande de crédits immobiliers auprès des banques et facteurs contributifs

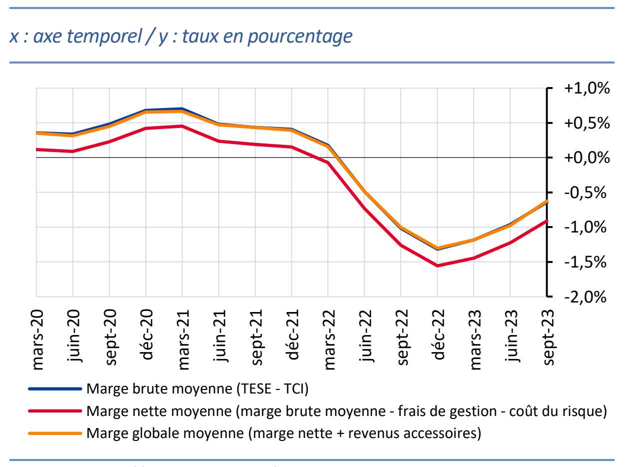
x : axe temporel / y : pourcentages nets de banques faisant état d'une hausse de la demande de crédit et facteurs contributifs



Source : BCE
Note : Les pourcentages nets sont définis comme la différence entre le pourcentage de banques ayant indiqué une hausse de la demande de crédits sur le trimestre considéré et le pourcentage de banques ayant indiqué une baisse.
« Confiance » identifie le rôle de la confiance des ménages vis-à-vis du contexte macroéconomique sur la demande de crédits à l'habitat, « perspective marché » identifie la perspective des ménages vis-à-vis du marché immobilier, « taux d'intérêt » identifie le niveau général

Graphique 2.17 : Marges sur la production de nouveaux crédits à l'habitat

x : axe temporel / y : taux en pourcentage



Source : ACPR (état RENTIMMO) ; les courbes de marge brute moyenne et marge globale moyenne se superposent.
Note :
TESE : Taux Effectif au Sens Étroit (taux d'intérêt client)
TCI : Taux de Cession Interne (coût de refinancement)

[124] Dans le cadre de l'enquête trimestrielle sur les facteurs influençant la distribution de crédits.

Encadré 2.3 : Analyse macroéconométrique de la dynamique de l'encours de crédits immobiliers en France

La dynamique de l'encours réel de crédit à l'habitat dépend de plusieurs facteurs dont les effets peuvent être quantifiés par un modèle vectoriel autorégressif (VAR). Dans cette classe de modèles économétriques, la valeur à la date *t* de chaque variable peut ainsi être scindée en deux composantes :

- une composante prévisible à partir de l'information observée à la date *t*-1 correspondant à une combinaison linéaire des réalisations passées de l'ensemble des variables endogènes du modèle économétrique,
- une composante aléatoire**,** également appelée « résidus », correspondant à une combinaison linéaire de chocs sous-jacents dits structurels (par exemple : choc de politique monétaire) que le modèle vise à identifier. Ces chocs peuvent être interprétés comme les différentes forces qui viennent aléatoirement perturber l'évolution des variables du modèle.

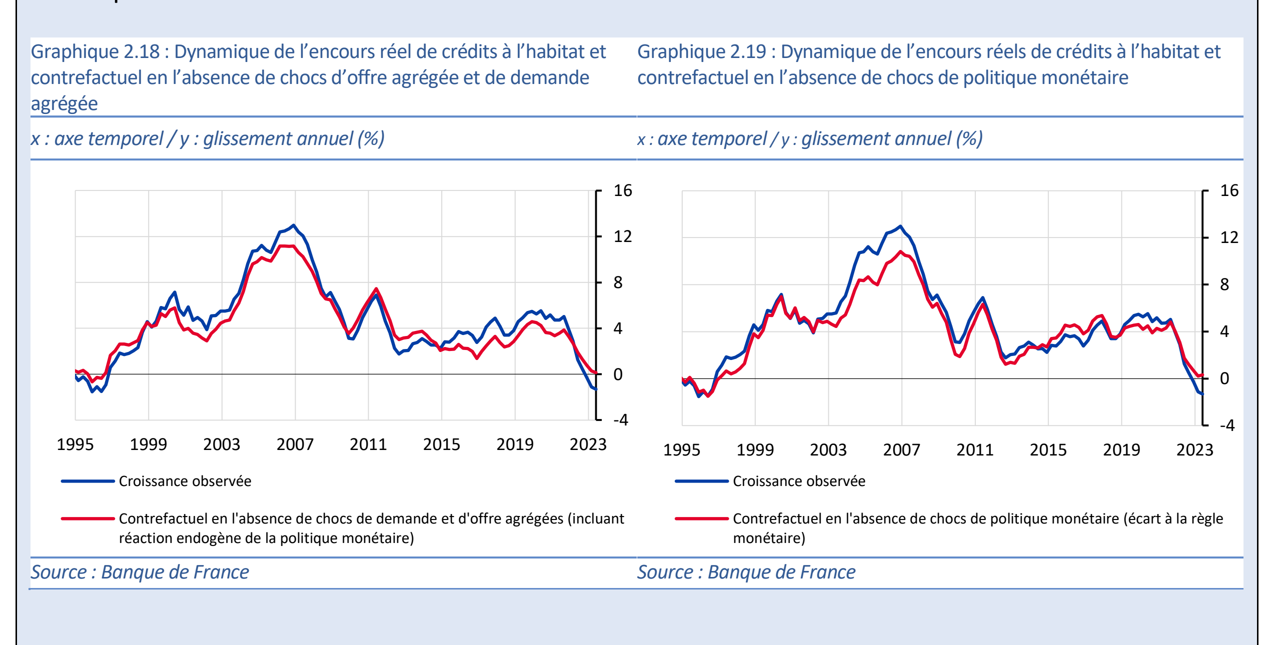
Cette approche économétrique permet d'étudier l'évolution de la croissance des prêts à l'habitat en fonction notamment de la dynamique de la demande et de l'offre sur le marché du crédit, sur le marché du logement, ainsi que celle des taux de politique monétaire. Ainsi, l'approche incorpore i) deux variables pour évaluer la dynamique des crédits à l'habitat (taux d'intérêt nominal des prêts immobiliers et encours réel de crédits), ii) deux variables pour modéliser le marché de l'immobilier résidentiel (prix réels de l'immobilier et investissement résidentiel réel), iii) deux variables pour représenter l'économie réelle (revenu disponible réel des ménages et indice des prix à la consommation), et iv) le taux de politique monétaire (en fonction de la période considérée, taux directeur ou taux à court terme incorporant les effets de politique monétaire non conventionnelle). L'analyse permet de distinguer les composantes systématique et exogène de la politique monétaire. La partie systématique correspond à la réaction endogène des taux directeurs au contexte macroéconomique selon une règle prédéfinie (c'est-à-dire règle monétaire), telle qu'un épisode de baisse des taux réagissant à une baisse de l'inflation (identifié alors via un choc de demande ou d'offre agrégée). La partie exogène correspond quant à elle aux déviations des taux de politique monétaire à une règle monétaire (c'est-à-dire chocs de politique monétaire). L'identification de ces chocs est obtenue en procédant à des hypothèses sur i) le signe de leurs effets instantanés sur les variables du modèle ou ii) l'absence d'effets instantanés (cf. tableau 2.1).

Tableau 2.1 : Identification des chocs de demande agrégée, d'offre agrégée et de politique monétaire

Variables	**Chocs structurels** *Choc de demande agrégée*	*Choc d'offre agrégée*	*Choc de politique monétaire*
Investissement résidentiel réel	Non contraint	+	+
Prix réel immobilier	Non contraint	Non contraint	+
Encours réel de prêts immobiliers	Non contraint	Non contraint	+
Taux d'emprunt immobilier	Non contraint	Non contraint	-
Taux de politique monétaire	+	-	-
Revenus réels des ménages	+	+	0
Indice des prix à la consommation	+	-	0

Source : Banque de France
Note : Tableau de restrictions de signes des effets instantanés (ou d'absence d'effets instantanés) des différents chocs sur les variables du modèle.

Les estimations montrent que la politique monétaire a joué un rôle déterminant pour la dynamique du crédit à l'habitat en France, notamment durant la phase expansionniste entamée en 2015, ainsi que depuis le retournement du cycle en 2022. Durant la phase expansionniste précédant la crise sanitaire (2015-2020), la réaction endogène de la politique monétaire face au contexte macroéconomique de faible inflation a été le principal moteur de la croissance des prix et du crédit à l'habitat. Cela a confirmé l'hypothèse d'une boucle prix de l'immobilier/crédit significative portée par la baisse des taux. Les résultats indiquent que cet effet aurait contribué, à hauteur de 1,2 point de pourcentage (pp), à la croissance moyenne de l'encours réel de crédit à l'habitat observée sur la période (3,9 %, cf. graphique 2.18). Sur la période récente, les estimations montrent que la baisse du volume réel de crédit à l'habitat observée depuis mi-2022 s'explique en partie par le resserrement de la composante exogène de la politique monétaire. En l'absence de chocs de politique monétaire, le modèle estime un taux de croissance annuel moyen de l'encours réel de crédit à l'habitat qui aurait été supérieur de 1 pp à la croissance moyenne observée (– 0,19 %, cf. graphique 2.19). Sur cette même période, **et au-delà des effets liés à la hausse des taux directeurs, le modèle souligne l'absence de contraintes significatives sur l'offre de crédit des banques** (c'est-à-dire absence de chocs d'offre de crédit importants)**.** Le recul de la demande associé à la hausse des taux constitue donc le principal frein à la production de crédit, conformément au constat dressé par le secteur bancaire.



Graphique 2.18 : Dynamique de l'encours réel de crédits à l'habitat et contrefactuel en l'absence de chocs d'offre agrégée et de demande agrégée

x : axe temporel / y : glissement annuel (%)

Source : Banque de France

Graphique 2.19 : Dynamique de l'encours réels de crédits à l'habitat et contrefactuel en l'absence de chocs de politique monétaire

x : axe temporel / y : glissement annuel (%)

Source : Banque de France

2.2 Les risques pour la stabilité financière sont contenus à ce stade grâce à un modèle de financement du crédit à l'habitat robuste, renforcé par les mesures du HCSF sur les conditions d'octroi

Les facteurs structurels de résilience du marché français de l'immobilier résidentiel limitent le risque de crédit

Le modèle français du financement du crédit à l'habitat repose sur trois piliers principaux : i) des taux fixes sur l'ensemble de la maturité du prêt, ii) la garantie de la majorité des prêts par un système de cautionnement, et iii) une évaluation de la solvabilité de l'emprunteur basée sur l'analyse de ses revenus et non sur la valeur de son bien immobilier.

L'utilisation quasi généralisée de taux fixes pour les crédits à l'habitat en France protège les ménages propriétaires de la hausse des taux d'intérêt. Le crédit à l'habitat est octroyé en quasi-totalité à taux fixe (99,3 % de la production en juin 2023 [125] et 97,7 % de l'encours de crédit au 31 décembre 2022 [126]) sur la durée totale du prêt. La part des crédits octroyés à taux fixes est stable dans le temps et a même été en légère hausse depuis le début de l'année 2023 (+ 1,2 pp depuis janvier). La gestion du risque de taux revient ainsi aux établissements financiers qui sont bien mieux outillés que les ménages pour le gérer. La France est parmi les pays ayant la part de taux fixe la plus élevée (la moyenne en zone euro s'établissant à 80,5 % en septembre 2023), mais aussi la plus stable dans le temps (cf. graphique 2.20). Une étude récente de Tzamourani (2021)[127] étudie l'exposition aux variations de taux d'intérêt de plusieurs pays de la zone euro dont la France. L'analyse montre que les expositions des ménages aux variations de taux sont hétérogènes entre pays, et que cette hétérogénéité s'explique essentiellement par la part de prêts à taux variables. Ainsi, dans les pays avec une prépondérance de prêts à taux fixes, dont la France, une hausse des taux a peu d'impact ou peut même augmenter le revenu des ménages en moyenne, grâce à une revalorisation de leurs dépôts (toutes choses égales par ailleurs, et notamment à inflation constante). Au contraire, une telle hausse pénalise en moyenne les ménages issus de pays avec une majorité de taux variables en raison de la hausse de leur charge d'emprunt.

En France, plus de 67 % des encours de prêts immobiliers aux ménages sont garantis par un organisme de cautionnement [128], une spécificité française limitant les pertes en cas de défaut pour les banques par un système de mutualisation des risques. Les organismes de cautionnement sont soumis à la réglementation prudentielle et contrôlés par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), qui évalue régulièrement leur résilience dans le cadre de *stress tests*. Le dernier exercice de résilience conduit en 2023, et concentré sur les trois principaux acteurs qui couvraient environ 84 % des encours de prêts cautionnés fin 2022, conclut à la résistance de ces trois organismes dans un scénario sévère [129]. De plus, le système de cautionnement permet, en cas de défaut, de décorréler pertes et prix immobiliers. Contrairement aux prêts hypothécaires (majoritaires en Europe), pour lesquels une baisse de la valeur du bien immobilier réduit la valeur recouvrée en cas de défaut de l'emprunteur, les prêts cautionnés permettent aux banques de récupérer la totalité des sommes prêtées en cas de défaillance de l'emprunteur. En France moins d'un tiers des prêts immobiliers à l'habitat sont souscrits avec une garantie hypothécaire (cf. graphique 2.21), protégeant ainsi les banques des fluctuations des prix immobiliers.

La politique française de prêt immobilier, basée sur l'évaluation de la solvabilité de l'emprunteur, plutôt que sur la valeur de marché du bien financé, offre une protection contre l'amplification des risques immobiliers. La solvabilité est généralement mesurée par le ratio du service de la dette rapporté au revenu (taux d'effort). Dans de nombreux pays européens, l'évaluation de la solvabilité de l'emprunteur dépend de la valeur sous-jacente du bien immobilier, qui fluctue au cours du temps. De surcroît, ces biens immobiliers peuvent être utilisés en garantie en vue de l'obtention de crédits additionnels comme les crédits à la consommation. Ainsi lorsque les prix

[125] Source : Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), accessible sur le site : *https://acpr.banque-france.fr/*

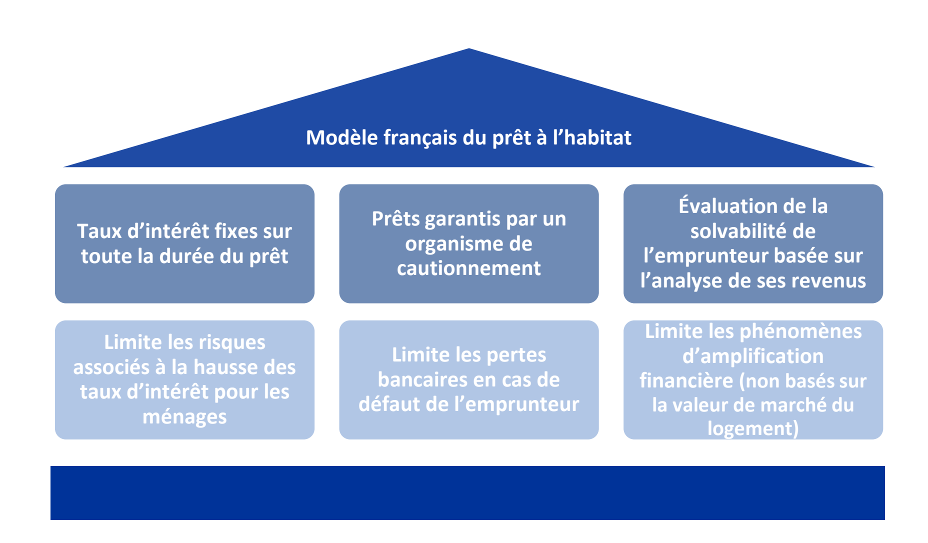
[126] Source : Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), accessible sur le site : *https://acpr.banque-france.fr/*

127 Tzamourani P., The interest rate exposure of euro area households. European Economic Review, Volume 132, Feb. 2021

[128] À la souscription du prêt, chaque ménage alimente un fonds mutuel de garantie qui absorbe les pertes en cas de défaut de paiement. Dans le cas du défaut d'un emprunteur, c'est l'organisme de cautionnement qui rembourse la banque, avant de recouvrer la créance par une restructuration du crédit ou la saisie du bien.

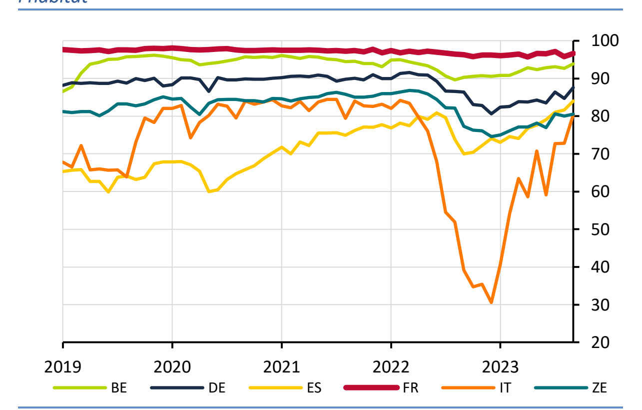
[129] D'après les conditions macroéconomiques du scénario sévère du *stress test* de l'Autorité bancaire européenne (ABE) de 2023 et en appliquant la méthodologie ABE et les paramètres de référence de la Banque centrale européenne.

immobiliers augmentent, les ménages bénéficient d'un effet de richesse leur permettant de s'endetter davantage. En revanche, la baisse de la valeur du bien peut entraîner au contraire un effet de richesse inversé. Elle peut aussi générer un effet autoentretenu si la vente des biens, pour faire face à des défauts de paiement croissants, amplifie la baisse des prix immobiliers initiale. Ces phénomènes d'amplification sont limités en France, puisque ce sont les revenus de l'emprunteur, plus stables dans le temps, qui sont utilisés comme base pour évaluer sa solvabilité.



Graphique 2.20 : Part de la production de crédits à l'habitat à taux fixes dans la production totale de crédits à l'habitat

x : axe temporel / y : pourcentage de la production mensuelle de crédits à l'habitat

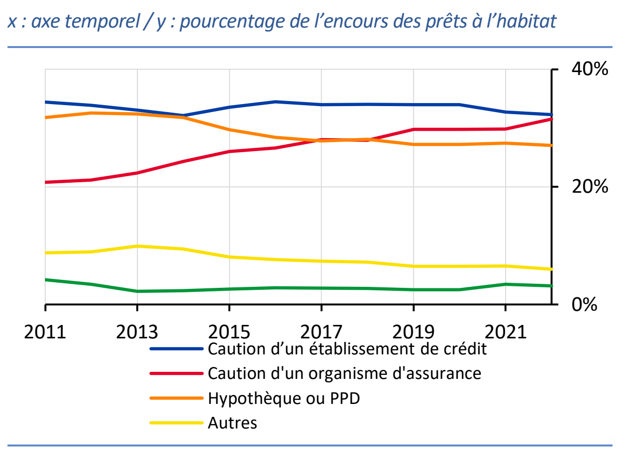


Source : BCE-SDW

Note : ZE pour zone euro

Graphique 2.21 : Nature des garanties octroyées aux crédits à l'habitat

x : axe temporel / y : pourcentage de l'encours des prêts à l'habitat



Source : ACPR , Enquête annuelle sur le crédit à l'habitat 2022

Les mesures du HCSF sur les conditions d'octroi contribuent à renforcer la stabilité financière

Après une période de hausse des risques liés à l'immobilier résidentiel et à l'endettement des ménages provoqué par la dérive des conditions d'octroi de crédit, le HCSF a introduit fin 2019 une mesure visant à encadrer ces conditions d'octroi. L'objectif était d'assurer la pérennité du modèle français de financement de l'immobilier. Le HCSF a, en premier lieu, émis une recommandation en décembre 2019 [130], puis adopté une norme juridiquement contraignante à partir de janvier 2022 [131]. Cet encadrement des conditions d'octroi de crédit immobilier se fonde sur deux critères que les établissements bancaires doivent respecter : i) le taux d'effort des

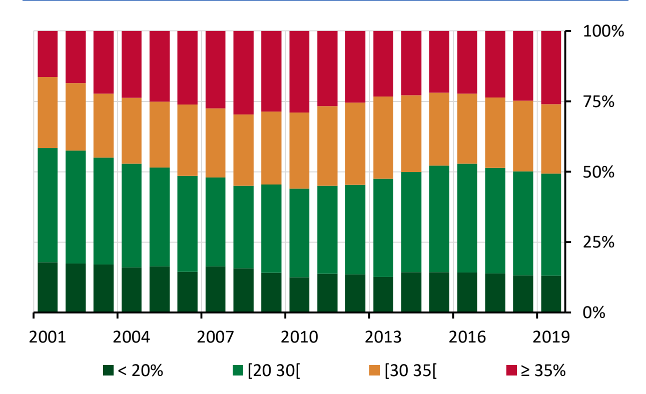
[130] HCSF20191212_R2019_1_Recommandation.pdf (economie.gouv.fr). Cette recommandation a été modifiée par la suite en 2021 : Recommandation_R-HCSF-2021-1.pdf (economie.gouv.fr)

[131] SScanEmail21092910430 (economie.gouv.fr)

emprunteurs ne doit pas excéder 35 % et ii) la maturité du crédit ne doit pas excéder 25 ans. Cette décision s'est appuyée sur la pratique prudentielle historique du secteur bancaire consistant à limiter le taux d'effort maximum et la durée des prêts. Cette mesure a été mise en œuvre suite à un diagnostic des risques du HCSF [132], qui constatait deux tendances depuis 2015 sur le marché immobilier résidentiel menaçant ce modèle de financement du logement : une détérioration des conditions d'octroi des prêts à l'habitat et une hausse de l'endettement des ménages. En effet, la part des emprunteurs avec un taux d'effort supérieur à 35 % avait atteint 26 % des nouveaux prêts au logement en 2019, contre 22 % en 2015 (cf. graphique 2.22). La maturité moyenne, quant à elle, atteignait un record de 20,3 années en 2019, portée par la forte hausse des maturités supérieures à 25 ans (cf. graphique 2.23). Cette détérioration était couplée à une hausse significative de l'endettement des ménages français ces deux dernières décennies, fragilisant la résilience macroéconomique de l'économie française. Leur taux d'endettement reste aujourd'hui parmi les plus élevés en Europe (99,8 % du revenu disponible brut en juin 2023, contre 56,8 % vingt ans plus tôt ; cf. graphique 1.37 [chapitre 1, partie ménages]).

Graphique 2.22 : Distribution des taux d'effort associés aux nouveaux crédits à l'habitat

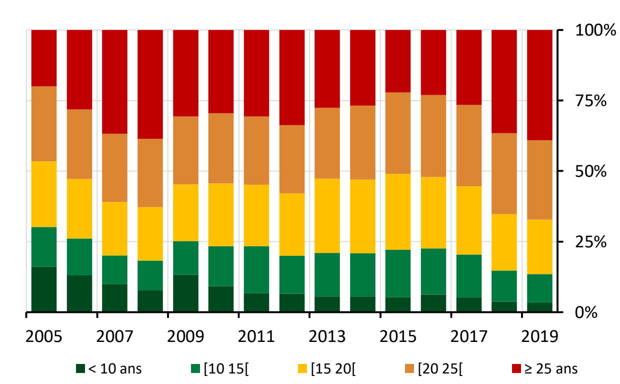
x : axe temporel / y : pourcentage de la production annuelle de crédits à l'habitat



Source : ACPR
Dernier point : 2019

Graphique 2.23 : Distribution des maturités des nouveaux crédits à l'habitat

x : axe temporel / y : pourcentage de la production annuelle de crédits à l'habitat

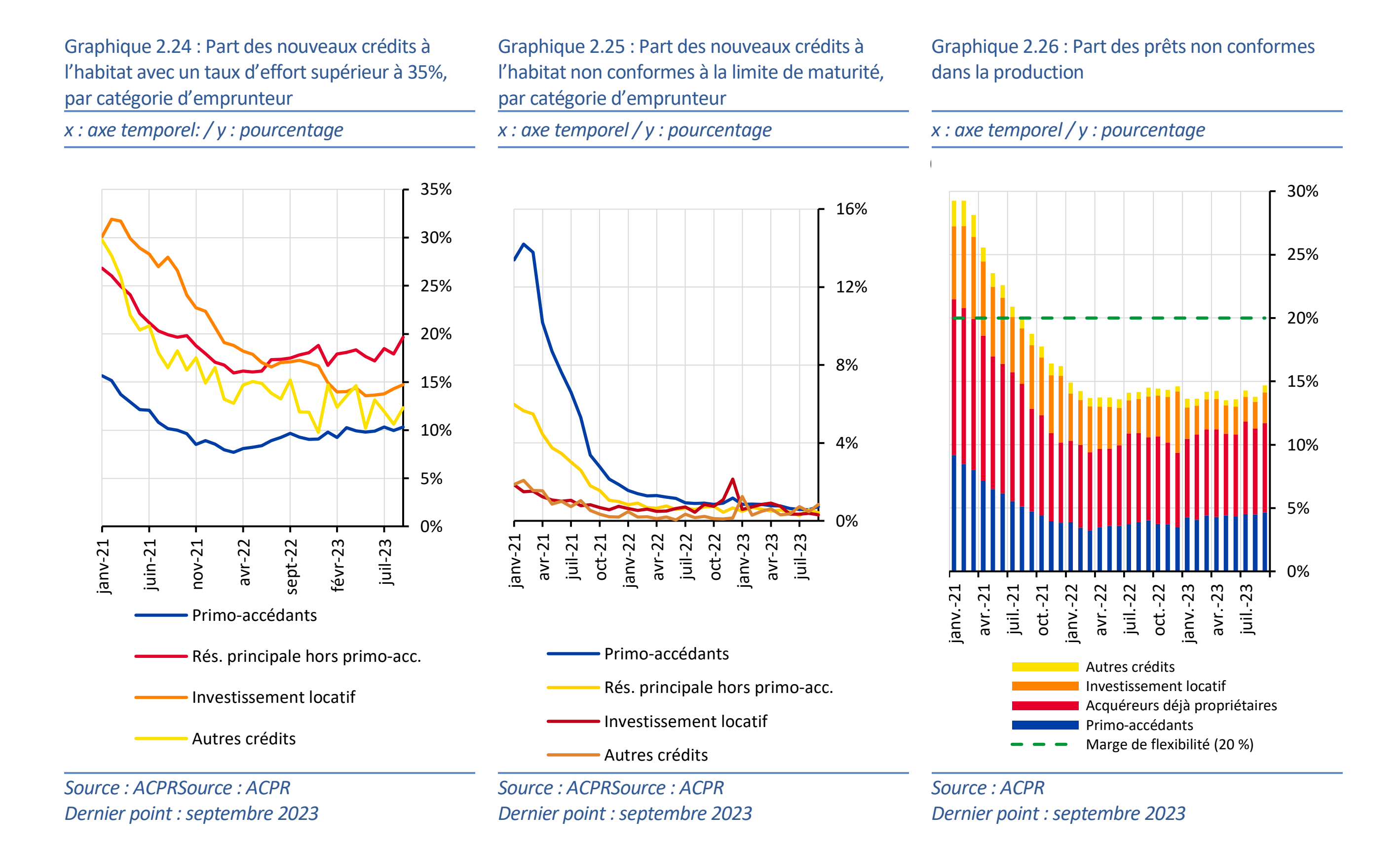


Source : Banque de France
Dernier point : 2019

L'introduction de la mesure du HCSF a permis un assainissement des conditions d'octroi pour tous les segments de marché sans nuire à l'accès au crédit à l'habitat, coïncidant notamment avec 18 mois de production record de crédit à partir de début 2021. Au moment de la mise en œuvre, le non-respect de la limite de taux d'effort actuelle de 35 % était nettement plus important qu'après janvier 2022 (32 % du total des nouveaux prêts en janvier 2020, contre 14,2 % en janvier 2022). Il en était de même pour le non-respect du plafond de maturité (12,8 % de la production totale de nouveaux prêts en janvier 2020, contre 5,9 % en janvier 2022). Après l'introduction de la mesure, la part des prêts dont le taux d'effort est supérieur à 35 % a fortement diminué pour chaque catégorie d'emprunteur (-45,4% entre janvier 2021 et janvier 2022 pour les primo-accédants, -36,4% pour les acquéreurs de résidence principale hors primo-accédants, -31,2% pour l'investissement locatif et -44,5% pour les autres prêts), tandis que la part des prêts qui ne se conformaient pas au seuil de maturité a été réduite dès janvier 2022 à moins de 2 % pour chaque catégorie d'emprunteur (cf. graphiques 2.24 et 2.25). Du fait de ces dynamiques, la part des prêts non conformes à la décision du HCSF a significativement diminué, pour atteindre 14,3 % au troisième trimestre 2023 (cf. graphique 2.26). Les banques et les emprunteurs ont réagi à ces nouvelles contraintes en augmentant la maturité moyenne des prêts (de 21,6 ans en janvier 2020 à 22 ans en janvier 2022). L'augmentation du montant des apports personnels a également joué un rôle : le ratio prêt-valeur (*loan-to-value* – LTV) moyen a diminué de 1,4 point de pourcentage entre janvier 2020 et janvier 2022 (date à laquelle la production non conforme de chaque groupe bancaire était déjà passée en dessous de la limite de 20 %) et atteint 77,8 % en août 2023. De plus, la part des prêts dont le ratio prêt-valeur est supérieur à 100 % a été réduite à 15,1 % en au troisième trimestre 2023, contre 29,6 % en juin 2020 (cf. graphique 2.29). L'analyse *ex post* des effets de l'action du HCSF permet de conclure à l'efficacité de la mesure. En effet, les conditions d'octroi ont été assainies

[132] HCSF_2019-10_-_Diagnostic_risques_immobilier.pdf (economie.gouv.fr)

sans entraver la production de crédit à l'habitat : celle-ci a atteint des niveaux records en 2021 (production mensuelle moyenne de 22,8 milliards d'euros sur l'année 2021, en incluant les renégociations, contre 9,5 milliards sur la période 2003-2014) et au premier semestre 2022 (production mensuelle moyenne de 24,4 milliards d'euros au premier semestre 2022).



Graphique 2.24 : Part des nouveaux crédits à l'habitat avec un taux d'effort supérieur à 35%, par catégorie d'emprunteur

x : axe temporel: / y : pourcentage

Source : ACPRSource : ACPR
Dernier point : septembre 2023

Graphique 2.25 : Part des nouveaux crédits à l'habitat non conformes à la limite de maturité, par catégorie d'emprunteur

x : axe temporel / y : pourcentage

Source : ACPRSource : ACPR
Dernier point : septembre 2023

Graphique 2.26 : Part des prêts non conformes dans la production

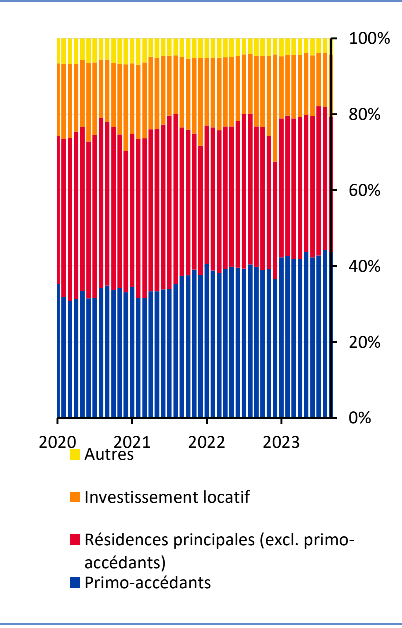
x : axe temporel / y : pourcentage

Source : ACPR
Dernier point : septembre 2023

Depuis l'introduction des mesures du HCSF, l'accès au crédit s'est maintenu de façon équitable entre les diverses catégories d'emprunteurs. Cela concerne à la fois les prêts pour la résidence principale comme les biens des autres catégories d'emprunteurs, avec un pic saisonnier au quatrième trimestre pour l'investissement locatif (cf. graphique 2.27). La part des primo-accédants dans la production de crédits à l'habitat a atteint 43,7 % en septembre 2023 et est en augmentation par rapport aux années précédentes (+ 3,9 pp par rapport à septembre 2022, et + 8,8 pp par rapport à septembre 2020).

Graphique 2.27 : Part des différentes catégories d'emprunteurs dans la production totale

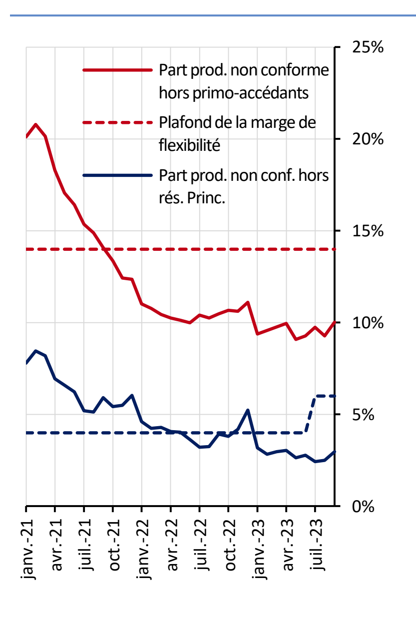
x : axe temporel: / y : pourcentage de la production mensuelle de crédits à l'habitat



Source : ACPR
Dernier point : septembre 2023

Graphique 2.28 : Part de la production non conforme (R-2021-1 / D-2021-7) hors primo-accédants (rouge) et hors résidences principales (bleu) dans la production totale

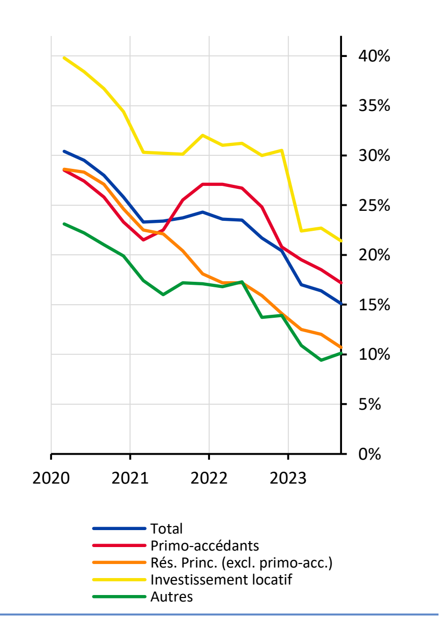
x : axe temporel / y : pourcentage



Source : ACPR
Dernier point : septembre 2023

Graphique 2.29 : Part des nouveaux crédits à l'habitat avec un ratio de LTV supérieure à 100 %, par catégorie d'emprunteur

x : axe temporel / y : pourcentage de la production trimestrielle de crédits à l'habitat



Source : ACPR
Dernier point : T3 2023

Les limites de taux d'effort et de maturité du prêt définies par le HCSF sont assorties d'une flexibilité (20 % de la production trimestrielle de crédits), réservée en priorité aux primo-accédants et autres acquéreurs de résidence principale, qui n'est utilisée que partiellement par le secteur bancaire (14,3 % de prêts non conformes au troisième trimestre 2023). La part de dossiers non conformes à la limite de taux d'effort est inférieure à la limite de 20 % de la production et évolue peu (14,1 % au troisième trimestre 2023, soit + 0,2 pp par rapport au troisième trimestre 2022). La part des prêts avec une maturité non conforme à la décision demeure marginale (inférieure à 1 % au troisième trimestre 2023) avec une légère baisse du nombre de prêts ayant une maturité supérieure à 25 ans sur 2023 (6,4 % en septembre 2023, contre 7,1 % en mars 2023, mais + 1,6 pp par rapport au point bas de juillet 2022). Les limites d'allocation au sein de la marge de flexibilité de 20 % ne sont, elles aussi, utilisées qu'en partie par les établissements au troisième trimestre 2023 (cf. graphiques 2.26 et 2.28).

Le 29 juin 2023, le HCSF a apporté des modifications techniques à sa décision initiale, notamment à la ventilation d'une partie de la marge de flexibilité en relevant de 20 % à 30 % la part qui est libre d'utilisation (soit 6 % de la totalité de la production trimestrielle, au lieu de 4 % précédemment), donnant ainsi une souplesse supplémentaire à l'investissement locatif. La marge de flexibilité maximale (20 % de la production trimestrielle de crédits à l'habitat) est en partie réservée au financement de la primo-accession (à hauteur de 30 %, soit 6 % de la production trimestrielle) et aux opérations d'acquisition d'une résidence principale (à hauteur de 70 % depuis juillet 2023, soit 14 % de la production trimestrielle). Le HCSF a considéré qu'en cas de dépassement limité et temporaire, le respect des limites d'allocation internes à la marge de flexibilité pourrait être éventuellement apprécié par l'ACPR sur la production globale de trois trimestres consécutifs. Dans son communiqué de septembre 2023, le HCSF a noté que la production de crédits non conformes hors achat d'une résidence principale (essentiellement investissement locatif) ne représente que 2,8 % de la production totale au deuxième trimestre 2023 (pour un maximum possible de 4 % relevé à 6 % en juin dernier). Il a ajouté que les banques disposent donc de marges pour accroître davantage leur offre de crédit, tout en respectant la décision du HCSF.

Le 4 décembre 2023, le HCSF a ensuite annoncé une nouvelle série de mesures qui devraient, sans risquer de provoquer un surendettement des ménages, lever les dernières difficultés opérationnelles dans l'utilisation des flexibilités [133]. Le HCSF a ainsi précisé que la souplesse d'appréciation accordée à l'ACPR lors de la séance de juin, en matière de conformité de la norme et en cas de dépassement limité, s'entendait pour les limites d'allocation au sein de la marge de flexibilité de 20 % mais également pour la marge totale de 20 %. Le HCSF a ensuite décidé, pour apprécier le taux d'effort de l'emprunteur, d'autoriser les établissements de crédit à exclure la charge d'intérêt associée aux prêts relais [134] lorsque la quotité de financement [135] est suffisamment prudente, c'est-à-dire inférieure ou égale à 80 % de la valeur du bien mis en vente. Enfin, pour favoriser les travaux de rénovation énergétique, le Haut Conseil a décidé d'abaisser à 10 % du coût total de l'opération le coût des travaux permettant de prendre en compte l'existence d'un différé d'amortissement.

Comme c'est aussi le cas dans d'autres pays, la mesure française sur les conditions d'octroi a été pensée comme une politique structurelle, visant à prévenir un endettement excessif des ménages. L'objectif de la mesure était de maintenir des conditions d'octroi saines, y compris dans les périodes de hausse des risques immobiliers. La mesure ne s'appliquant qu'aux nouveaux prêts, il était considéré qu'elle fournirait un élément de protection graduel contre une accumulation potentielle de risques à l'avenir. D'après le récent rapport du *Committee on the Global Financial System* (CGFS) sur les politiques macroprudentielles pour le secteur immobilier [136], plusieurs juridictions utilisent leurs mesures sur les conditions d'octroi de crédit de telle façon que leur calibrage ne varie pas en fonction du cycle financier, c'est à dire de façon structurelle.

Dans ce contexte, le taux de défaut sur les prêts à l'habitat reste très faible en France, et le coût du risque très limité pour les banques

Le rôle protecteur de la norme du HCSF apparaît critique alors que le dernier épisode de hausse des taux d'intérêt en France (2005-2008) avait été marqué par une dérive rapide des conditions d'octroi et une hausse des taux de défaut. Sur cette période, les banques avaient significativement assoupli leurs conditions d'octroi afin de répondre à la hausse du coût du crédit et stimuler sa production. Une augmentation tendancielle de la part des prêts avec des taux d'effort au-delà de 35 % (en augmentation : de 25 % en 2005 à 30 % en 2008 ; cf. graphique 2.22) et des maturités supérieures à 25 ans (en hausse, passant de 20 % à 39 % sur la même période, cf. graphique 2.23) avait été observée. Une étude de différentes cohortes d'emprunteurs avait montré que l'assouplissement des conditions d'octroi en France avait contribué de manière significative à la hausse des taux de défaut de 2005 à 2014 même après avoir neutralisé l'effet d'autres facteurs importants (notamment les caractéristiques des ménages et le cycle économique) [137].

Après une forte augmentation sur la période 2021-2022, la part des encours de crédits immobiliers en étape 2 [138] se stabilise au premier semestre à 9,2 %. En parallèle, le taux de crédits immobiliers non performants (NPL) atteint un niveau historiquement faible, à 1,8 %. Enfin, le taux de provisionnement de ces encours non performants est stable à 32,8 %. En prenant en compte les garanties et sûretés reçues, les banques couvrent 96,8 % des encours non performants (cf. graphiques 2.30 et 2.31).

---

[133] Tribune d'Agnès Bénassy-Quéré, Haut Conseil de stabilité financière : une notoriété inespérée, 4 décembre 2023.

[134] Un prêt relai correspond à un crédit d'une durée limitée destiné à faire l'avance partielle ou totale, et temporaire du produit de la vente d'un bien immobilier pour en acquérir un autre avant la vente du premier bien. Les prêts relais ne sont pas en tant que tels soumis à la norme du HCSF, mais la charge d'intérêt associée à ce type de crédit était jusqu'à présent prise en compte dans le calcul du taux d'effort lors de la souscription d'un prêt immobilier.

[135] La quotité de financement correspond au ratio entre le montant emprunté et la valeur du bien mis en vente, nette le cas échéant du capital restant dû sur le prêt encore en cours sur le bien.

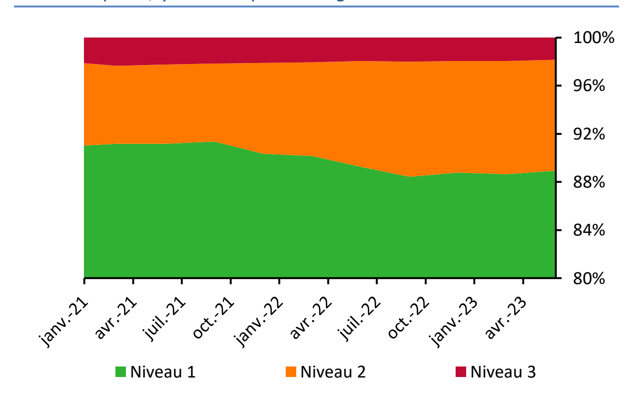
[136] CGFS, *Macroprudential policies to mitigate housing market risks: overview and Country case studies*, décembre 2023, accessible sur le site de la BRI: *https://www.bis.org/*

[137] Source: Banque de France: ers_2021-s2_vfclean4.pdf (banque-france.fr)

[138] Les crédits sont en étape ou niveau 1 quand le risque de crédit ne s'est pas dégradé de façon significative depuis l'origine, en étape ou niveau 2 quand le risque de crédit s'est dégradé de façon significative mais sans événement de défaut identifié, et en étape ou niveau 3 quand un événement de défaut a été identifié.

Graphique 2.30 : Répartition des encours de crédit immobilier par niveau IFRS 9

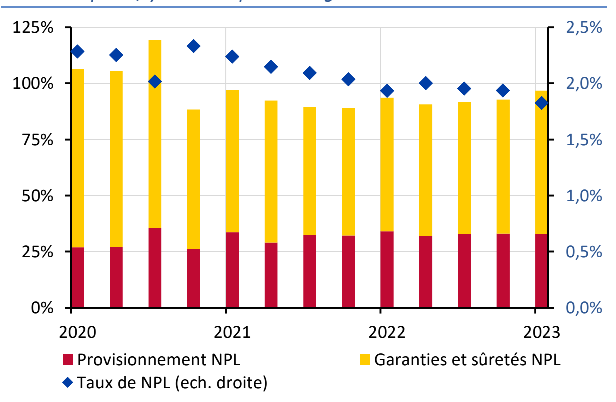
x : axe temporel / y : taux en pourcentage



Source : ACPR (état FINREP F18)

Graphique 2.31 : Couverture des encours de crédits immobiliers non performants (NPL) par les provisions et les garanties reçues

x : axe temporel / y : taux en pourcentage



Source : ACPR (état FINREP F18)

3. Les intermédiaires financiers non bancaires français : cartographie, risques et encadrement réglementaire

Depuis 2019, sous l'impulsion du Conseil de stabilité financière (ou *Financial Stability Board*, FSB), la notion d'intermédiaires financiers non bancaires (ou *non-bank financial intermediaries*, NBFI) s'impose progressivement comme catégorie de référence dans la terminologie de stabilité financière, en remplacement de celle de *shadow banking*. La catégorie des NBFI, dont le libellé a finalement été jugé plus neutre, était déjà la catégorie d'entités la plus large du rapport annuel sur le *shadow banking* du FSB et regroupe l'ensemble des intermédiaires financiers hors banques. Ce changement de catégorie de référence [139], n'a toutefois « *pas affecté la substance ni le périmètre*» du travail du FSB qui est resté centré sur la « mesure étroite du shadow banking » (désormais elle-même rebaptisée en « mesure étroite », cf. *infra*) regroupant les entités « *portant des risques similaires au secteur bancaire (c'est-à-dire recourant à la transformation de maturité/liquidité ou l'effet de levier*) ».

Dissiper toute ambiguïté pouvant entourer ce nouveau concept s'avère d'autant plus important que les NBFI sont pour certains les nouveaux réceptacles de risques jusque-là portés par le secteur bancaire. Entre autres facteurs [140], cette tendance est expliquée par un phénomène d'« arbitrage réglementaire » cherchant à contourner les nouvelles normes prudentielles bancaires. Le secteur a ainsi enregistré une croissance de ses actifs financiers plus rapide que celle du secteur bancaire, au point de représenter fin 2021 près de la moitié des actifs financiers mondiaux (49,2 %). En 2022 il a toutefois été enregistré par le FSB, pour la première fois depuis 2008, une baisse de l'encours des NBFI de 5,6 % et la part des NBFI dans le total des actifs financiers est en conséquence retombée à 47,8 % du fait essentiellement de la dégradation de la valorisation de leurs actifs résultant de la remontée des taux d'intérêt. Ce ralentissement très récent et sans doute temporaire du rythme d'expansion relatif des NBFI ne doit toutefois pas amener à sous-estimer l'importance des risques de nature systémique que ces intermédiaires non bancaires représentent. Plusieurs épisodes récents, comme le « *dash for cash* » des investisseurs institutionnels en mars 2020, la chute du *family office* Archegos en 2021 (qui a causé plus de 10 milliards de dollars de pertes réparties entre plusieurs banques systémiques), ou les dysfonctionnements sur le marché de la dette souveraine au Royaume-Uni en septembre 2022 (qui ont causé des ventes forcées par les fonds de LDI –*liability-driven investment*- britanniques), ont mis en lumière le fait que les vulnérabilités de certains fonds d'investissement en particulier peuvent présenter des risques pour la stabilité financière.

Faisant écho aux précédents travaux du HCSF[141] sur les interconnexions entre le secteur de la gestion d'actifs et le reste du secteur financier, ce chapitre esquisse une cartographie de la finance non bancaire française. Elle s'appuie sur le tableau brossé annuellement par l'Autorité des marchés financiers (AMF) et la Banque de France dans le cadre de leur contribution conjointe à l'exercice de collecte de données du FSB. L'application rigoureuse du cadre méthodologique du FSB au secteur financier français permet de mettre en évidence que la taille du secteur des NBFI reste plus modeste en France que dans d'autres juridictions. En France, les NBFI représentent en effet moins du tiers des actifs financiers ; les entités rentrant dans le périmètre de la « mesure étroite » du FSB, qui portent l'essentiel des risques de type bancaire, représentent 8 % seulement de l'encours des actifs financiers. La très grande majorité de ces entités sont en outre régulées par l'AMF et l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR).

Il est ensuite proposé une analyse plus précise des risques propres à chaque catégorie de NBFI en France à partir d'une présentation de leur modèle d'activité. Cette présentation, qui s'appuie sur la classification de référence proposée par le FSB, permet de rendre compte de certaines spécificités de la finance non bancaire française qui ne transparaissent pas toujours dans les grandes catégories d'institutions mesurées au niveau international. Les fonds obligataires, les fonds mixtes et les fonds monétaires apparaissent ainsi en France comme ceux représentant

[139] Le principal inconvénient de la perception de ce changement sémantique peut toutefois être « *le manque de focus sur les éléments portant des risques similaires au secteur bancaire* » du fait que « *la nouvelle catégorie [de référence] a un périmètre plus large que ce que recouvre le shadow banking* » (source : *Discussion note on the Potential change to the use of "shadow banking" terminology in the Global Shadow Banking Monitoring Report*, FSB May 2018.)
[140] Parmi les autres facteurs explicatifs de la croissance relative de l'encours des NBFI on peut également citer un effet valorisation substantiel (augmentation de la valorisation des actifs financiers favorisée par l'environnement de taux bas).
[141] « Les interconnexions entre le secteur de la gestion d'actifs français et le reste du système financier français », rapport du HCSF, juin 2018.

l'essentiel de la « mesure étroite » au sens du FSB, c'est-à-dire comme les NBFI portant l'essentiel des risques de type bancaire (levier, transformation de liquidité, risque de crédit). Toutefois, certains de ces fonds sont organisés suivant des modèles réglementaires spécifiquement français, par exemple dans le cas de fonds d'épargne salariale, qui réduisent en pratique fortement les risques théoriquement attachés à leur catégorie générale.

Enfin, une partie importante de ce chapitre est consacrée à l'analyse et, autant que possible, à la quantification des interconnexions des NBFI, aussi bien au niveau intra-NBFI (notamment les interconnexions entre les assurances et les fonds d'investissement) qu'entre les NBFI et le secteur bancaire ou entre les NBFI et le secteur non financier. Les interconnexions directes des banques françaises avec les entités entrant dans le périmètre de la finance non bancaire française apparaissent néanmoins relativement limitées. Les NBFI français représentent ainsi seulement 5,8 % de leur passif et 3,3 % du total des actifs bancaires. Si on exclut les assurances, cette part tombe à respectivement 4,2 % du passif et 2,8 % du total des actifs bancaires. Cependant, les expositions des banques françaises aux NBFI étrangers sont, à l'actif comme au passif, approximativement deux fois plus importantes. De la même façon les NBFI français ont des interconnexions transfrontalières importantes. De tels résultats plaident pour une approche coordonnée aux niveaux européen et international en matière de régulation du secteur, notamment macroprudentielle.

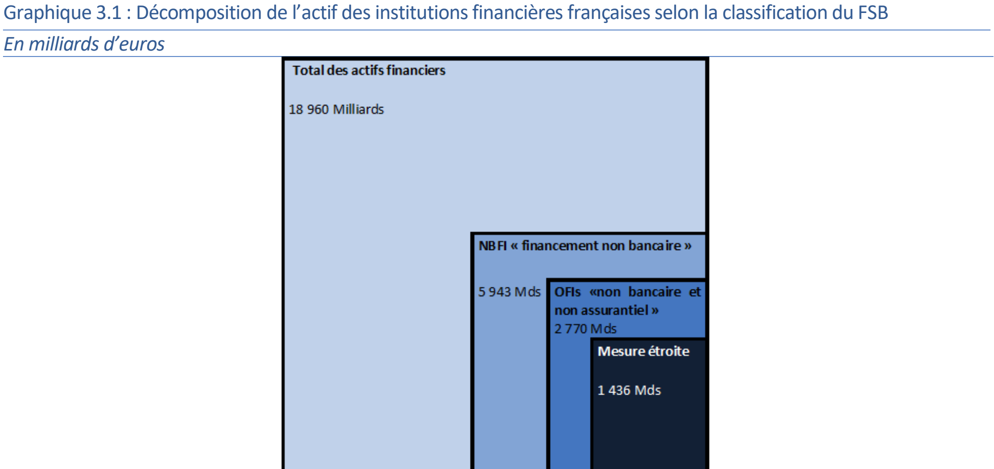
3.1 La finance non bancaire française recouvre une grande diversité d'institutions, de risques et de réglementation prudentielle

Vue d'ensemble

Les NBFI sont définis comme les entités procédant à de l'intermédiation financière et qui sont – totalement ou partiellement – extérieures au système bancaire. À fin 2022, l'actif des NBFI s'élevait à 5943 milliards d'euros soit 31 % de l'actif total des institutions financières françaises [142] – une proportion relativement stable au cours du temps (elle était de 33 % en 2008). Les assurances représentent environ la moitié de cet ensemble avec un encours de 2798 milliards d'euros (fonds de pension inclus)[143]. Le financement non bancaire et non assurantiel (les « *other financial intermediaries* » ou OFIs dans la taxonomie FSB) représente un peu moins de l'autre moitié soit 2770 milliards d'euros (cf. graphique 3.1). Les fonds d'investissement représentent plus des 2/3 de cette finance non bancaire et non assurantielle française, mais portent des risques différents selon le type de fonds (cf. tableau 1).

Graphique 3.1 : Décomposition de l'actif des institutions financières françaises selon la classification du FSB

En milliards d'euros



Source : Données extraites de l'exercice conjoint AMF-Banque de France de cartographie des NBFI dans le cadre du « Non-Monetary Experts Group » du FSB.

[142] Il s'agit ici des actifs financiers non consolidés à leur valeur de marché (c'est-à-dire qu'il n'y a pas de consolidation entre les entités d'un même secteur ou sous-secteur ou au sein d'un groupe).

[143] Les auxiliaires financiers sont généralement classés par le FSB comme des acteurs financiers « traditionnels » au même titre que les assurances et les fonds de pension. Il s'agit par exemple des sociétés de gestion de fonds commun de placement, des sociétés de gestion d'actifs ou des sièges sociaux dont les filiales sont en majorité des sociétés financières…

L'exercice annuel de suivi des NBFI du FSB, dont la méthodologie est reprise par de nombreuses juridictions pour leur suivi au niveau national, se fait en deux étapes: il s'agit d'abord i) d'englober tous les encours des NBFI puis ii) de se restreindre aux institutions de la finance non bancaire pour lesquelles « *la transformation de maturité, la transformation de liquidité ou l'effet de levier peuvent survenir* ». Ces institutions constituent la « mesure étroite » soit « *l'ensemble des institutions financières impliquées dans des activités d'intermédiation de crédit et porteuses de risques comparables à ceux des banques* ». La méthodologie du FSB propose une classification de cette fonction étroite selon cinq fonctions économiques (cf. tableau 1). Suivant cette méthodologie, la Banque de France et l'AMF, qui participent à l'exercice annuel de collecte de données du FSB, estiment la mesure étroite à 1436 Mds EUR en France, soit un quart des encours de la finance non bancaire française et moins de 8 % du total des actifs financiers français (cf. graphique 3.1). Les entités rattachées à cette mesure étroite sont pour la plupart, et comme les autres NBFI, régulées par l'AMF et l'ACPR. L'annexe 1 présente en détail les différentes catégories de NBFI, leur cadre réglementaire et les motivations qui ont conduit à leur classification ou non dans la mesure étroite par la Banque de France et l'AMF.

Tableau 1 : Cartographique de la finance non bancaire française selon la méthodologie du FSB

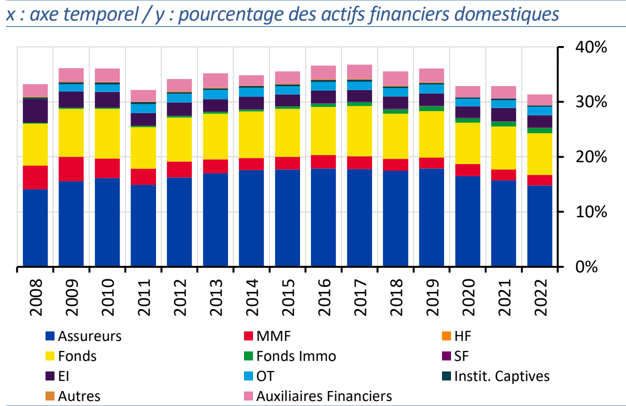
Catégorie FSB		Type d'entité financière non-bancaire	Encours (Mds d'EUR)	Principales caractéristiques	Principaux risques de type bancaire	Superviseur & *corpus réglementaire*
NBFI		Assurances*	2 798	Les primes collectées par les assurés sont investis dans des actifs variés, souvent de long-terme	Levier (faible) Transformation de liquidité (faible)	ACPR *Solvabilité-II*
NBFI		Auxiliaires financiers	374,9	Activités financières auxiliaires n'impliquant pas la prise en propriété des actifs financiers traités	-	ACPR/AMF
NBFI/OFI		Fonds actions (equity funds)	376,5	Fonds détenant une majorité d'actions	Levier	AMF *UCITS/AIFMD*
NBFI/OFI		Fonds de capitaux privés (private equity funds)	192,1	Fonds investis en participations en fonds propres dans des entreprises non-côtées	Levier Transformation de liquidité (faible)	AMF *AIFMD/CoMoFi*
NBFI/OFI		Fonds immobiliers	181,1	Fonds investis principalement dans de l'immobilier commercial	Levier, un peu de transformation de liquidité	AMF *AIFMD/CoMoFi*
NBFI/OFI		Institutions financières captives	42,8	Institutions qui fournissent des services financiers mais dont les actifs/passif ne sont pas échangés (holdings…)	Risque de crédit	
NBFI/OFI/Mesure étroite (« du shadow banking »)	Fonction économique n°1	Fonds monétaires	365,3	Fonds investissant dans des titres émis sur les marchés de court terme	Transformation de liquidité	AMF *UCITS/AIFMD/ MMFR*
NBFI/OFI/Mesure étroite (« du shadow banking »)	Fonction économique n°1	Fonds obligataires	318,4	Fonds détenant une majorité d'obligations	Levier Transformation de liquidité	AMF *UCITS/AIFMD*
NBFI/OFI/Mesure étroite (« du shadow banking »)	Fonction économique n°1	Fonds mixtes	337,7	Fonds investis au moins en actions et obligations mais possiblement aussi dans d'autres actifs	Levier Transformation de liquidité	AMF *UCITS/AIFMD*
NBFI/OFI/Mesure étroite (« du shadow banking »)	Fonction économique n°1	Fonds d'épargne salariale (hors fonds action)	218,2	Fonds d'épargne salariale pouvant correspondre à des fonds monétaires, obligataires ou mixtes	Transformation de liquidité	AMF *AIFMD*
NBFI/OFI/Mesure étroite (« du shadow banking »)	Fonction économique n°1	Hedge Funds	0,6	Fonds ayant des objectifs de performance absolus, prévoyant des commissions de surperformance et reposant sur des stratégies pouvant impliquer des arbitrages	Levier Transformation de liquidité	AMF *AIFMD*
NBFI/OFI/Mesure étroite (« du shadow banking »)	Fonction écon. n°2	Sociétés de financement	22,9	Effectuent des opérations de crédit à partir de leurs ressources propres et sans intermédiation	Risque de crédit	ACPR *CRR/CRD*
NBFI/OFI/Mesure étroite (« du shadow banking »)	Fonction écon. n°3	Entreprises d'investissement (Broker-dealers)	1,7 (+ 409,9 consolidés)	Facilitent les transactions de leurs clients via meurs relations commerciales ou leurs propres actifs. Ils permettent souvent à leurs clients de bénéficier d'un effet de levier	Levier Transformation de liquidité	ACPR *IFR/IFD*
NBFI/OFI/Mesure étroite (« du shadow banking »)	Fonction écon. n°4	Sociétés de caution mutuelles	2,3	Cautionnent leurs membres, détenteurs de part nominatives, à raison de leurs opérations professionnelles	Risque de crédit	ACPR
NBFI/OFI/Mesure étroite (« du shadow banking »)	Fonction écon. n°5	Structured finance vehicles	169,2 (+130,8 consolidés))	Structures investissant dans différents actifs, possiblement risqués et émettant des titres de dette avec une seniorité différente	Transformation de risque de crédit	ACPR/AMF

Source : *Données extraites de l'exercice conjoint AMF-Banque de France de cartographie dans le cadre du « Non-Monetary Experts Group » du FSB; Banque de France pour la caractérisation des entités et l'appréciation des risques ; tous les chiffres indiqués sont relatifs à la domiciliation en France*
** : il n'existe pas à ce jour de secteur institutionnel « fonds de pension » dans les comptes nationaux, mais les quelques fonds existants sont comptabilisés depuis 2019 dans le secteur des assurances. Les cinq fonctions économiques du FSB sont définies comme suit : FE1 gestion de véhicules de placement collectif présentant des caractéristiques qui les exposent aux ruées ; FE2 : Fourniture de crédit qui dépend d'un financement à court terme ; FE3 : Intermédiation d'activités de marché dépendantes de financements à court terme ou de financements sécurisés ; FE4 : Facilitation de la création de crédit ; FE5 : Intermédiation de crédit basée sur la titrisation et financement d'entités financières*

Le poids des NBFI et de la mesure étroite reste donc plus faible en France que dans la plupart des autres juridictions du G20. Les NBFI représentent en moyenne 47,8 % des actifs des juridictions du G20 et dans certaines juridictions européennes telles que le Luxembourg ou l'Irlande sa part dépasse 90 % du total des actifs des institutions financières, reflétant ainsi l'importance de ces juridictions comme centres pour le financement en dollars en Europe : de nombreux fonds irlandais sont par exemple libellés en dollars, et une part importante des investisseurs de fonds irlandais ne réside pas en zone euro. La part de la mesure étroite, exposée au risque de même nature que le risque bancaire, est également faible et inférieure à la moyenne des économies avancées (7,5% des actifs financiers contre 14,1 %).

Graphique 3.2 : Évolution du secteur français de la finance non bancaire

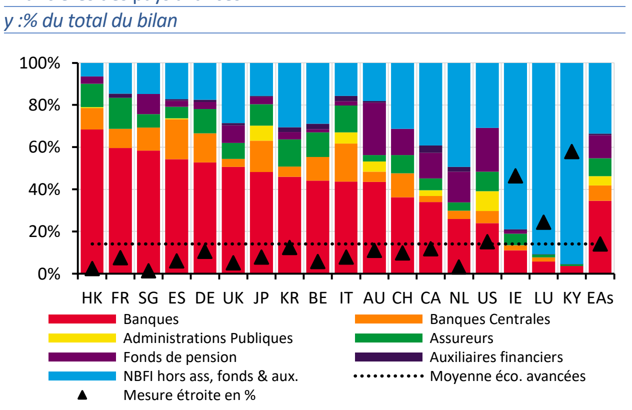
x : axe temporel / y : pourcentage des actifs financiers domestiques



Source: Comptes financiers trimestriels, calculs ACPR et banque de France. Données issues de la collecte annuelle FSB.
Dernier point: 2022.
Note : MMF = fonds monétaires, SF = sociétés de financement, EI = Entreprises d'Investissement, OT = Organismes de titrisation.

Graphique 3.3 : Part de la mesure étroite dans les actifs des institutions financières des pays avancés

y :% du total du bilan



Source: Collecte Banque de France-AMF, FSB.
Données à fin 2022.

Les principaux risques quasi bancaires supportés par les non-banques sont le risque de liquidité et le recours au levier.

Les NBFI qui participent à l'intermédiation de crédit de façon directe (prêts/garanties) ou indirecte (acquisition de créances) sont engagés dans des activités de transformation de maturité et de liquidité qui les rendent sujets à des risques de type bancaire : risque de crédit, risque de levier et risque de liquidité. Si le risque de crédit attaché aux NBFI est généralement moindre que pour les banques, le recours au levier et le risque de liquidité sont prépondérants pour les NBFI et de nature à faire peser des risques systémiques pour la stabilité financière.

Le risque de liquidité provient d'une asymétrie entre la liquidité des titres détenus à l'actif et celle de leur passif. Il correspond au décalage entre le temps nécessaire pour vendre des actifs et la fréquence à laquelle les investisseurs au passif peuvent exiger le règlement de leurs créances. Ce risque est particulièrement prégnant dans les fonds ouverts qui s'engagent à racheter les parts de leurs investisseurs à fréquence quotidienne ou hebdomadaire, sur simple demande, et qui détiennent des titres parfois peu liquides à l'actif. Le risque est qu'un fonds soit confronté à une demande de rachats très importante alors que les actifs qu'il détient ne sont pas suffisamment liquides pour être vendus rapidement et à un prix raisonnable. Par ailleurs, la liquidité des actifs peut varier dans le temps, en fonction des conditions de marché. Par exemple, en période de crise financière, la liquidité des marchés peut se contracter fortement, ce qui rend ces fonds particulièrement exposés au risque de liquidité, amplifiant leurs difficultés initiales et les demandes de liquidité de la part des investisseurs. Les outils de gestion de liquidité (*liquidity management tools*, ou LMT en anglais) permettent de gérer ce risque au niveau du fonds (*gates*, *swing pricing*, *fees*).

L'effet de levier est l'amplification du taux de rendement (positif ou négatif) d'une position ou d'un investissement au-delà du taux obtenu par un investissement direct des fonds propres sur le marché. L'effet de levier est obtenu en augmentant l'investissement soit par l'emprunt, soit par des opérations hors bilan,

notamment des produits dérivés[144]. L'effet de levier peut créer ou amplifier des vulnérabilités du système financier mondial par des canaux directs et indirects. Premièrement, les entités à effet de levier sont plus sensibles aux variations du prix des actifs. Deuxièmement, l'effet de levier peut contribuer à la procyclicité lorsque les entités réduisent leurs expositions pendant les ralentissements du cycle économique ou s'engagent dans des ventes d'actifs déclenchées par une augmentation de la volatilité du marché. Au total, l'effet de levier peut accroître le risque qu'une entité soit confrontée à une situation de détresse financière, qui pourrait se transmettre aux contreparties directes et au système financier au sens large par les interconnexions entre elles, par exemple à travers des expositions indirectes ou des similitudes de portefeuille.

Comme le montre le tableau 1, la plupart des NBFI sont en réalité soumis à, des degrés divers, à ces risques de type bancaire. La méthodologie du FSB pour déterminer le périmètre de la mesure étroite repose donc en grande partie sur le jugement des autorités nationales pour déterminer les NBFI pour lesquels ces risques sont les plus importants et qui sont donc retenus dans la mesure étroite. L'annexe 1 propose une présentation plus détaillée des risques propres à chaque catégorie de NBFI en France à partir d'une présentation de leur modèle d'activité.

Récentes évolutions réglementaires pour les fonds d'investissement

Dans la réglementation française, les OPC (organismes de placement collectif) sont définis comme les fonds qui investissent en valeurs mobilières (actions, obligations, etc.) pour le compte des épargnants. Il existe deux catégories d'OPC, les OPCVM (OPC en valeurs mobilières), régis par la directive du même nom (OPCVM ou *undertakings for collective investments in transferable securities* – UCITS en anglais), et les FIA (fonds d'investissement alternatifs) régis par la directive AIFM (*Alternative Investment Funds Managers*). Les OPCVM ne sont autorisés à investir que dans des valeurs mobilières, telles que les actions, les obligations, les produits monétaires ou les instruments dérivés. Les FIA n'ont pas de telles limitations et peuvent investir dans des actifs plus risqués, tels que l'immobilier, les matières premières ou les actifs non cotés. Il existe une différence importante sur le périmètre d'application des deux directives, OPCVM se basant sur le pays de domicile du fonds tandis que AIFM se base sur l'origine du gestionnaire. Cela induit des distinctions quant à la définition de la population de fonds français, notamment sur les fonds spéculatifs. 93 % des sociétés de gestion agréées en France sont soumises à l'une ou l'autre des directives dont 108 uniquement au titre d'OPCVM, 372 exclusivement au titre d'AIFM et 175 sont encadrés par les deux régimes[145].

Les révisions des directives AIFM et OPCVM sont en attente d'adoption définitive, à la suite de l'accord tripartite de novembre 2023 [146]entre le Conseil, le Parlement européen et la Commission européenne. Ces révisions permettent notamment une harmonisation de la disponibilité des outils de gestion de liquidité entre États-membres. De plus, elles amènent chaque fonds à se doter d'au moins un outil de gestion de liquidité et de l'inclure dans sa documentation contractuelle, permettant ainsi de familiariser les investisseurs avec ces outils. L'ESMA devra définir par l'intermédiaire de standards techniques réglementaires les caractéristiques de ces LMT ainsi que les règles de sélection et de calibration de ces outils. La directive prévoit également de fusionner les informations transmises aux banques centrales et aux régulateurs de marchés dans un seul et même système intégré permettant ainsi de à l'ensemble des superviseurs d'avoir accès à toutes les données des fonds. Des champs supplémentaires de déclaration sont prévus pour obtenir les données de portefeuille et l'activation et désactivation des LMT. Cette révision doit également permettre aux FIA d'octroyer des prêts. Cette activité sera encadrée et inclura notamment une exigence de rétention du risque qui prévoit que pour chaque prêt émis et revendu sur le marché secondaire, le fonds devra retenir au moins 5 % de sa valeur notionnelle pendant huit ans. Les FIA dont les prêts originés représenteront plus de la moitié de leur valeur liquidative nette seront soumis à des règles additionnelles spécifiques qui comprennent notamment une limite en matière de levier fixée à 175 % pour les fonds ouverts et 300 % pour les fonds fermés.

---

[144] Voir le chapitre thématique sur l'utilisation du levier dans les NBFI – Évaluation des Risques pour la Stabilité Financière, BDF, 2022 S2.

[145] Les 7 % restants coorespondent à des sociétés se situant sous les seuils de la Directive AIFM et placées sous un régime national. Il s'agit principalement de sociétés opérant dans le capital investissement. Voir AMF 2023

[146] Confirmation of the final compromise text with a view to agreement, Council of the European Union (2023, lien).

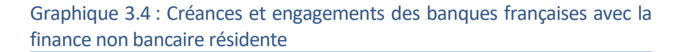
3.2 Le réseau d’interconnexions des NBFI constitue un facteur de risque systémique

Même si leur taille est relativement limitée en France, les NBFI peuvent poser des risques de nature systémique du fait de leurs interconnexions, aussi bien pour ce qui est des interconnexions « internes » entre les assurances et les fonds d’investissement que des interconnexions « externes » entre les NBFI et le secteur bancaire ou entre les NBFI et le secteur non financier. Les interconnexions *directes* et *indirectes* avec les banques sont généralement considérées comme prépondérantes en matière de stabilité financière. Les entités sont *directement* interconnectées par le biais de leurs expositions à l'actif, c’est-à-dire via leur détention de titres émis par d’autres entités, et par leurs expositions au passif, c’est-à-dire des engagements qu’elles ont. Des interconnexions *indirectes* existent lorsqu’une institution est liée à une autre par le biais de détentions communes ou fortement corrélées ou par son implication dans une chaîne de détentions. L’exposition des banques aux NBFI dépasse en outre très largement le strict périmètre de la finance non bancaire française du fait des interconnexions transfrontalières qui se sont considérablement accrues.

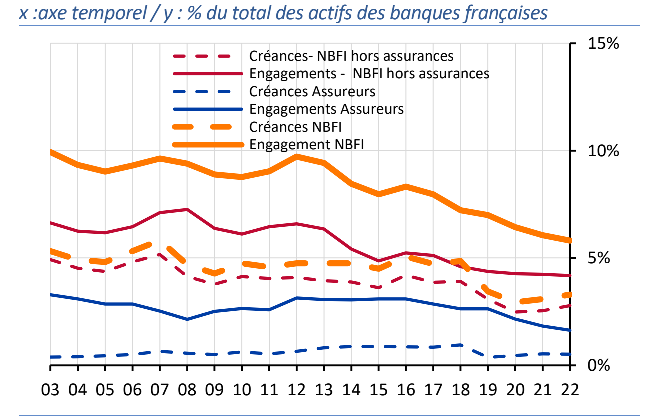
Les expositions entre les NBFI et les banques françaises

La part des OFI résidents (actions incluses) dans les créances du secteur bancaire français a baissé de 44 % entre 2007 et 2022, passant de 5% du total de leurs actifs à 2,8 % (cf. graphique 3.4). La part des créances sur les assureurs français est en revanche restée stable sur la même période autour de 0,5 % du total des actifs des banques. L’exposition des banques françaises à la finance non bancaire domestique représente donc aujourd’hui 3,3 % du total de leurs actifs (actions incluses). Toutefois, leur exposition à l’ensemble des NBFI, résidents et étrangers, représente en moyenne, sur une base consolidée, 10,6 % du total des actifs des 7 plus grands groupes bancaires français (dont l’encours représente plus de 90 % du total des actifs bancaires français).

Autrement dit, les 2/3 environ de l’exposition à l’actif des banques françaises aux secteurs de la finance non bancaire concernent des NBFI étrangers. Dans l’ensemble, les expositions des banques aux NBFI consistent principalement en des prêts et avances [147] (6,1 % de l’actif total). Les produits dérivés échangés de gré à gré représentent également une part non négligeable de l’actif des banques françaises. (cf. graphique 3.5).


Graphique 3.4 : Créances et engagements des banques françaises avec la finance non bancaire résidente

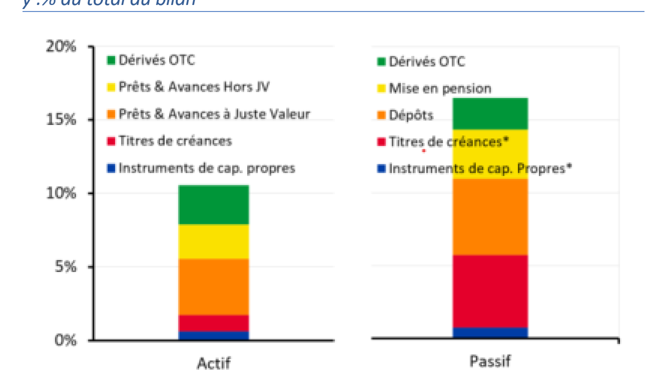
x :axe temporel / y : % du total des actifs des banques françaises



Source: Comptes financiers trimestriels, calculs ACPR et banque de France. Données issues de la collecte annuelle FSB.
Dernier point : 2022.

Graphique 3.5 : Actif et passif consolidés des 7 grands groupes bancaires français avec les NBFI (tous pays confondus)

y :% du total du bilan



*Source: ACPR, FINREP, *SHS-S, données au T2-2023.*
Note : Données consolidées des 7 plus importants groupes bancaires français. Les prises en pension sont inclues à l’actif dans les prêts et avances.

De la même façon, le financement des banques françaises en provenance des OFI résidents s’est réduit, passant de 7,1 % de leur passif en 2007 à 4,2 % fin 2022. Les NBFI français, assurances incluses, représentent 5,6 % du passif de l’ensemble du secteur bancaire français. Mais, là aussi, la part totale du financement des 7 principaux

[147] Y compris les opérations de prise en pension de titres (reverse repo).

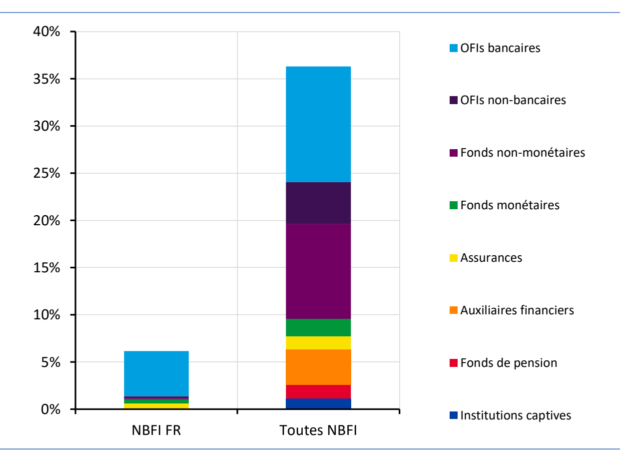
groupes bancaires français en provenance des NBFI (résidents et étrangers) est nettement plus conséquente, s'élevant à environ 16,5% de leur passif, un degré de financement non bancaire légèrement supérieur à ce qui est observé au sein des banques d'importance systémique de la zone euro (14 %) [148].

Ainsi, comme à l'actif, environ les 2/3 du financement des banques françaises par les NBFI est le fait des NBFI étrangers. Les dépôts et la détention de titres de créances représentent la plus grande partie du financement en provenance des NBFI suivis par les prises en pension de titres (repo) et les produits dérivés. La détention d'instruments de capitaux propres par les NBFI est faible et représente moins de 1 % du financement des banques. Les NBFI sont principalement des fournisseurs de liquidité de court terme. Les données granulaires montrent qu'environ un tiers (36 % du total) du financement des banques résidentes sur le marché repo se fait via les NBFI, dont seulement 5% via les NBFI résidents [149]. Les données de détention de titres montrent en outre que les fonds monétaires détiennent 13 % des titres de dette de court terme des banques [150].

Au-delà de ces interconnexions directes au bilan, les marchés dérivés créent des interconnexions hors bilan entre les banques et les NBFI. En raison de leur rôle de teneur de marché sur les marchés de gré à gré, les banques achètent et vendent des contrats dérivés aux investisseurs et demeurent exposées au risque de contrepartie durant la durée de vie du contrat, même si l'échange de marges initiales et de variation permet de contenir le risque. Par ailleurs, les banques sont membres des chambres de compensation. Les données granulaires de positions sur dérivés montrent que les expositions des banques résidentes françaises avec les NBFI sont mesurées et représentent moins de 10 % des expositions totales sur dérivés des banques. Néanmoins, ces liens peuvent susciter un risque de liquidité en provenance des NBFI si certains de ces clients rencontraient des difficultés à honorer les appels de marges consécutifs à un choc, comme l'a illustré la chute du *family office* Archegos qui a entraîné des pertes de plusieurs milliards d'euros pour certaines banques [151] .

Graphique 3.6 : Emprunt des banques françaises résidentes sur le marché repo par type de NBFI

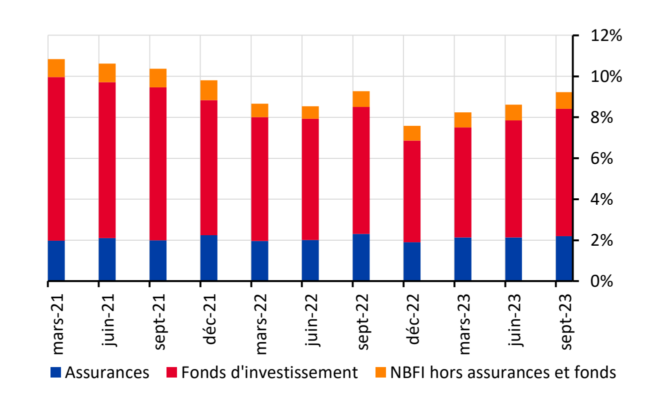
x : pourcentage / y : secteur



Source : SFTDS.
Note : 'Toutes NBFI' désigne les NBFI présentes dans les opérations de mise en pension (repo) entre les banques françaises et les entités résidentes de la zone euro, ou les entités de tout pays étranger si : l'un des titres utilisés en collatéral est émis par une entité résidente de la zone euro, ou si les liquidités échangées dans l'opération sont en euros, ou si l'opération est compensée centralement et que la chambre de compensation est une entité résidente de la zone euro. La catégorie « OFIs bancaires » fait référence à des OFIs qui sont consolidés dans des groupes bancaires.

Graphique 3.7 : Évolution de la part des dérivés des banques françaises qui sont contractés avec la NBFI

x : axe temporel / y : pourcentage du montant notionnel total détenu par les banques

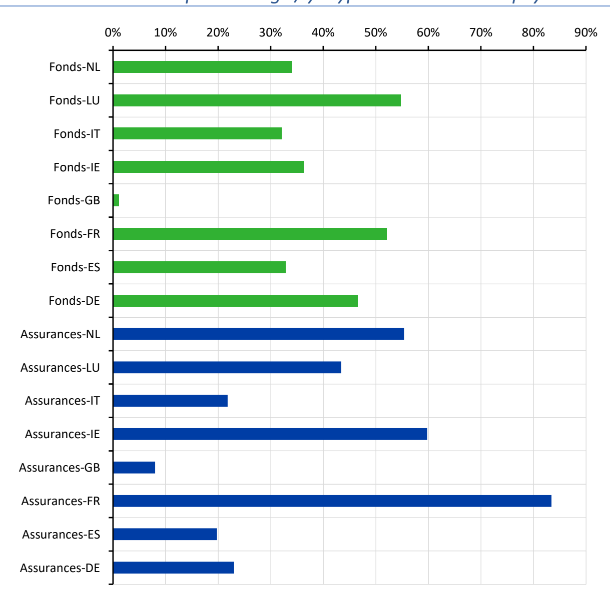


Source : EMIR. Données sur les positions de dérivés soumises à la directive EMIR et incluant au moins une contrepartie européenne ou un sous-jacent français.
Note : Montant notionnel brut des contrats dérivés détenus entre les banques résidentes en France et les entités de la finance non bancaire en pourcentage du montant notionnel total détenu par les banques.

[148] Voir Key linkages between banks and the non-bank financial sector (BCE, 2023)
[149] Si on retire les OFI consolidés dans un groupe bancaire c'est plutôt un cinquième (20 %) du total du financement repo des banques françaises mesurés par la base SFTDS qui provient des NBFI.
[150] Les données de détentions de titres de dette bancaires sont issues de SHS dont le périmètre ne couvre que les contreparties européennes.
[151] Voir Leverage_and_derivatives,_the_case_of_archegos.pdf (europa.eu) ESMA

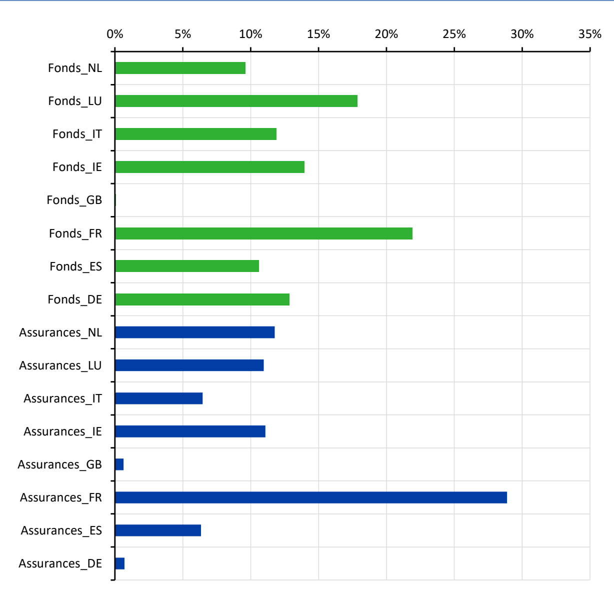
Les interconnexions indirectes des portefeuilles de titres des banques françaises avec les NBFI français et européens sont élevées. Comme illustré par les graphiques 3.8 et 3.9, la similarité entre les pondérations des titres inclus dans les portefeuilles des banques et ceux de la finance non bancaire européenne est en moyenne élevée, mais très hétérogène en fonction des types d'institutions et des pays. C'est, sans surprise, avec les NBFI français et notamment les compagnies d'assurance françaises que la similarité des portefeuilles des banques françaises est la plus élevée, ce qui reflète notamment le modèle de bancassurance. En matière d'émetteurs détenus en portefeuille, les banques françaises partagent des similarités notamment avec les assurances irlandaises (60 %) et néerlandaises (57%) et les fonds luxembourgeois (57%). Sur le plan des titres, elles ont des similarités importantes avec les fonds luxembourgeois (18%). Dans l'ensemble, ces résultats indiquent qu'il existe des interconnexions indirectes fortes entre des banques françaises et les NBFI européens qui peuvent donner lieu à des pertes simultanées sur les portefeuilles de ces institutions.

Graphique 3.8 : Similarité des portefeuilles de titres des banques françaises avec les non-banques européennes (par émetteurs)
x : similarité cosinus en pourcentage / y : types d'institutions et pays



Sources : SHS-S, calculs Banque de France. Données au T2-2023.
Notes : La mesure de similarité entre deux portefeuilles financiers est la similarité cosinus, dont les valeurs varient entre 0 et 1. Une valeur de 1 signifie que les portefeuilles sont identiques et une valeur de 0 qu'ils n'ont pas d'émetteurs en commun. La mesure est basée sur les pondérations des émetteurs au sein des portefeuilles agrégés de chaque institution financière pour un pays donné. Lorsque les vecteurs de poids sont préalablement centrés, la similarité cosinus est identique au coefficient de corrélation de Pearson.

Graphique 3.9 : Similarité des portefeuilles de titres des banques françaises avec les non-banques européennes (par titres)
x : similarité cosinus en pourcentage / y : types d'institutions et pays



Sources : SHS-S, calculs Banque de France. Données au T2-2023.
Notes : La mesure de similarité entre deux portefeuilles financiers est la similarité cosinus, dont les valeurs varient entre 0 et 1. Une valeur de 1 signifie que les portefeuilles sont identiques et une valeur de 0 qu'ils n'ont pas de titres en commun. La mesure est basée sur les pondérations des émetteurs au sein des portefeuilles agrégés de chaque institution financière pour un pays donné. Lorsque les vecteurs de poids sont préalablement centrés, la similarité cosinus est identique au coefficient de corrélation de Pearson.

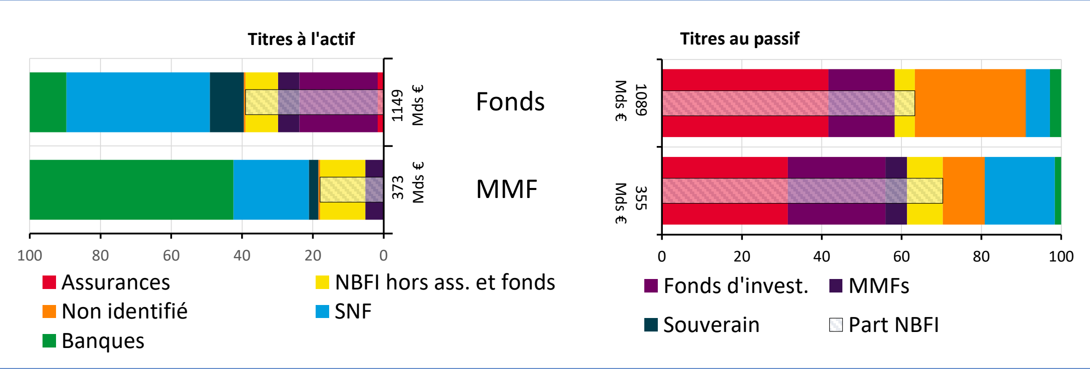
Les interconnexions entre non-banques

Lorsqu'on s'intéresse plus spécifiquement aux titres présents dans les bilans NBFI, ces derniers apparaissent fortement interconnectés entre eux (cf. graphiques 3.10 et 3.12).

Le modèle économique des fonds monétaires, qui sont les fonds pour lesquels la part des NBFI est la plus élevée au passif, ressort nettement du graphique 3.10. Ces fonds détiennent l'essentiel de leur actif dans de la dette bancaire, en particulier dans de la dette de court terme, c'est-à-dire inférieure à un an. Cela explique en partie leur forte empreinte sur le marché des *commercial papers*, des titres de dette non collatéralisés émis par des institutions financières, des sociétés non financières ou des émetteurs publics.

Graphique 3.10 : Titres au bilan des fonds français (monétaires et non monétaires) ventilés par contreparties sectorielles

x : pourcentage y : secteur émetteur (actif) / secteur détenteur (passif)

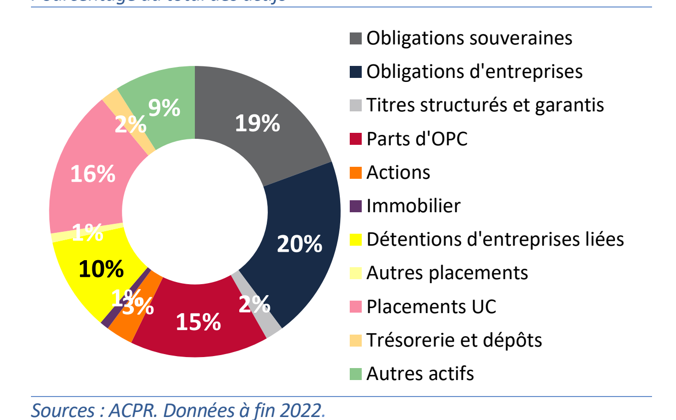


Sources : SHS-S, calculs Banque de France. Données au T2-2023. Titres de dette, actions, parts de fonds détenus par des résidents européens (ou non européens si le dépositaire est européen). La catégorie « fonds » regroupe l'ensemble des fonds non monétaires.

Le modèle d'affaire des assureurs se caractérise par l'inversion du cycle de production. En effet, les assureurs vendent des contrats d'assurance, avant de constater a posteriori les montants définitifs des flux sortants (prestations et indemnités versées, frais etc.). Les assureurs doivent par conséquent constituer des réserves financières ou provisions pour faire face aux futures demandes de règlement. Elles constituent une réserve de valeur investie de manière à ce que les flux perçus des portefeuilles d'actifs (dividendes, coupons, loyers, remboursements d'obligations, reventes de titres) s'adaptent le mieux possible, en temps et en montant, aux flux sortants générés par les garanties offertes (cf. graphique 3.11). **Les portefeuilles de titres des assureurs français apparaissent plus diversifiés que la moyenne des assureurs européens**. Ils investissent dans l'ensemble du secteur financier (cf. graphique 3.12) et détiennent notamment une large part des investissements dans les titres des fonds français et européens (cf. graphique 3.10). Cette prépondérance des assureurs pour les titres au passif des OFI fait que la stabilité du financement des assureurs est particulièrement importante pour l'ensemble du secteur.

Graphique 3.11 : Décomposition par instrument de l'actif total des assureurs français

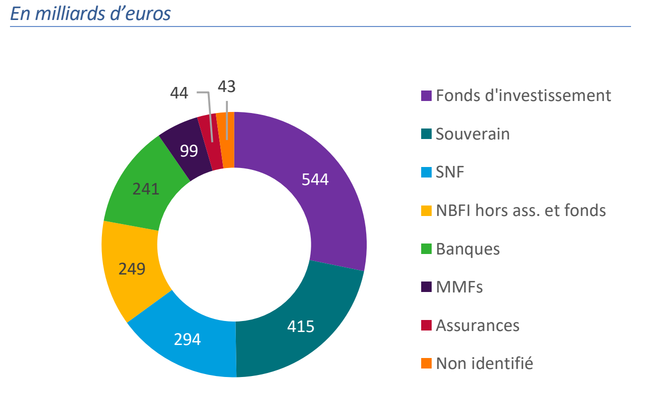
Pourcentage du total des actifs



Sources : ACPR. Données à fin 2022.

Graphique 3.12 : Décomposition du portefeuille de titres des assureurs français par contreparties sectorielles

En milliards d'euros



Sources : SHS-S, calculs Banque de France. Données au T2-2023. Titres de dette, actions, parts de fonds détenus par des résidents européens (ou non européens si le dépositaire est européen).

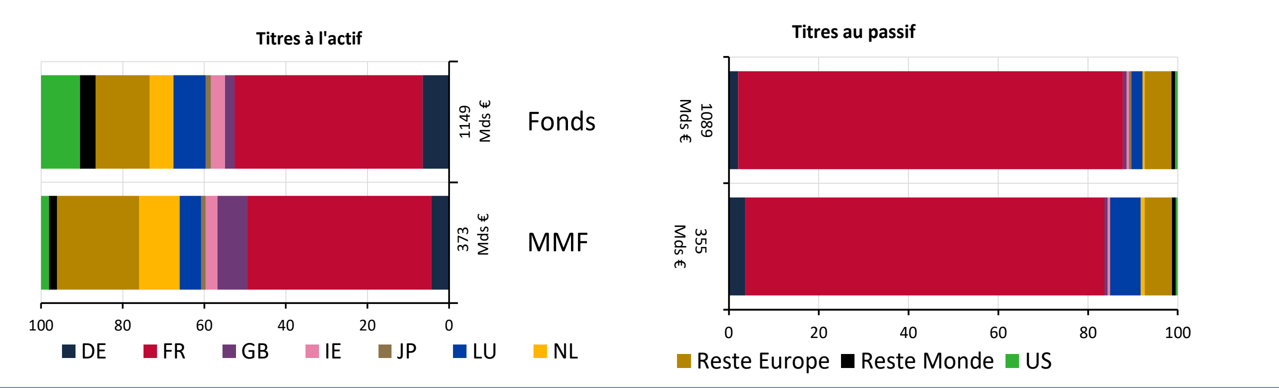
Les NBFI français ont des expositions transfrontalières directes importantes, mais un risque de change limité.

Les expositions transfrontalières des portefeuilles des fonds d'investissement français sont élevées, mais le risque pays et le risque de change restent limités. Les investissements transfrontaliers représentent respectivement 54 % du portefeuille des fonds non monétaires et 50 % des fonds monétaires. Ces investissements sont principalement réalisés en zone euro (37 % pour les fonds non monétaires et 43 % pour les fonds monétaires), aux États-Unis (9,5 % pour les fonds non monétaires contre moins de 1 % pour les fonds monétaires)

et au Royaume-Uni (8,1 % pour les fonds monétaires et 2,3 % pour les fonds non monétaires). Le pourcentage des portefeuilles investis sur des actifs appartenant aux marchés émergents et « frontières » est très faible, ce qui limite le risque pays des portefeuilles des fonds d'investissement. A contrario, le biais domestique des fonds d'investissement français, qui désigne l'importance des investissements nationaux en comparaison des investissements à l'étranger et la potentielle sous-diversification des portefeuilles, est important. En effet, le marché des titres de dette de court terme (*negotiable european commercial paper* – NEU CP) est caractérisé par une forte concentration des émetteurs (la majorité des émissions est réalisée par un faible nombre d'acteurs [152]) et une forte concentration des détenteurs (les titres sont détenus par quelques acteurs, en particulier des fonds monétaires). Cela signifie que les vulnérabilités peuvent se transmettre des détenteurs aux émetteurs, et vice versa. Enfin, le risque de change des fonds non monétaires français est modéré, leurs portefeuilles étant investis à hauteur de 17,5 % sur des actifs en devises (dont 12 % en USD et environ 1 % en JPY, GPB et CHF respectivement) alors que leur passif est exclusivement en EUR. Néanmoins, les fonds ont souvent recours aux produits dérivés afin de neutraliser une partie du risque de change. Concernant les fonds monétaires français, le risque de change est quasiment inexistant (1,5 % des portefeuilles en JPY, USD et SEK).

Graphique 3.13 : Titres au bilan des fonds français (monétaires et non monétaires) ventilés par contreparties géographiques

x : pourcentage y : secteur émetteur (actif) / secteur détenteur (passif)

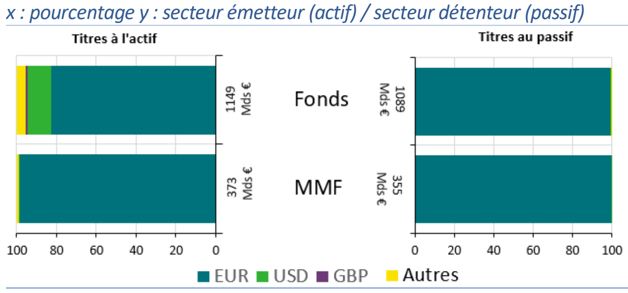


Sources : SHS-S, calculs Banque de France. Données au T2-2023.

Note : Titres de dette, actions, parts de fonds détenus par des résidents européens (ou non européens si le dépositaire est européen). La catégorie « fonds » regroupe l'ensemble des fonds non monétaires.

Graphique 3.14 : Titres au bilan des fonds français (monétaires et non monétaires) ventilés par devises

x : pourcentage y : secteur émetteur (actif) / secteur détenteur (passif)

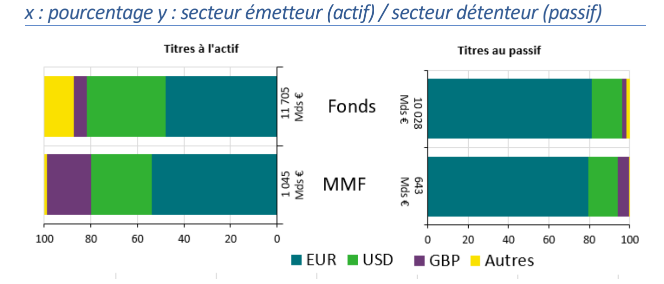


Sources : SHS-S, calculs Banque de France. Données au T2-2023.

Note : Titres de dette, actions, parts de fonds détenus par des résidents européens (ou non européens si le dépositaire est européen). La catégorie « fonds » regroupe l'ensemble des fonds non monétaires

Graphique 3.15 : Titres au bilan des fonds européens (monétaires et non monétaires) ventilés par devises

x : pourcentage y : secteur émetteur (actif) / secteur détenteur (passif)



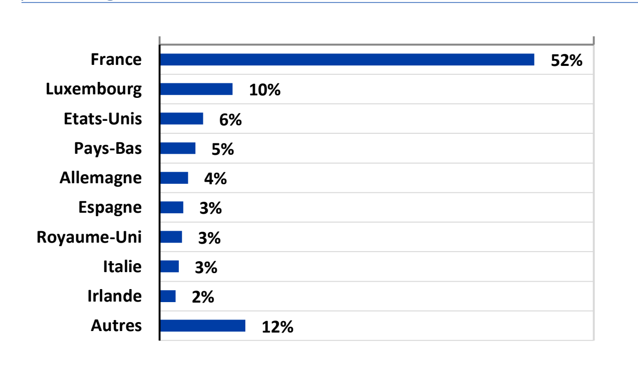
Sources : SHS-S, calculs Banque de France. Données au T2-2023.

Note : Titres de dette, actions, parts de fonds détenus par des résidents européens (ou non européens si le dépositaire est européen). La catégorie « fonds regroupe l'ensemble des fonds non monétaires ».

Lorsqu'on regarde spécifiquement les titres présents au bilan des assureurs français, ces derniers apparaissent interconnectés directement avec des acteurs étrangers et en particulier européens en raison du passeport européen, mais ils restent peu exposés au risque de change. Les détentions en euros représentent en effet plus de 90 % des placements des assureurs avec notamment une faible part des titres détenus en dollar des États-Unis.

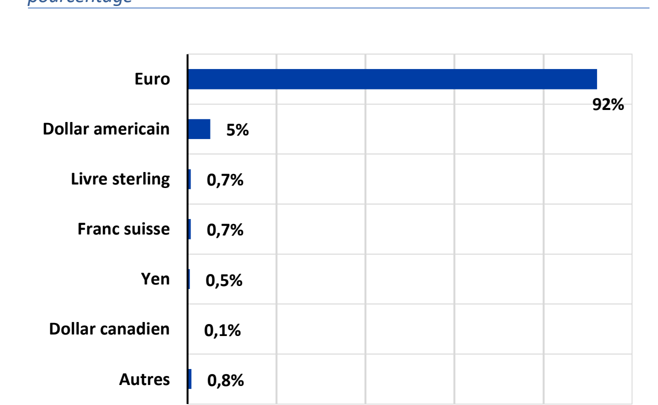
[152] En octobre 2023, on dénombre 66 émetteurs financiers et 106 émetteurs non financiers (hors organisme de titrisation) sur le marché NEU CP français. Voir Banque de France.

Graphique 3.16 : Exposition géographique des placements des assureurs français en 2022, après mise en transparence
pourcentage



Source : ACPR. Données à fin 2022

Graphique 3.17 : Exposition par devises des placements des assureurs français en 2022, après mise en transparence
pourcentage

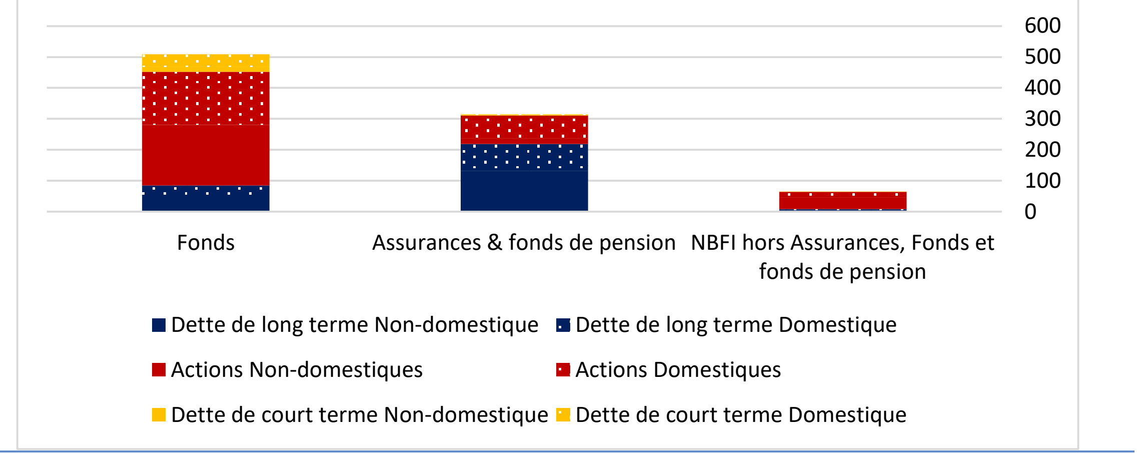


Sources : ACPR. Données à fin 2022.

Interconnexions entre les intermédiaires non bancaires et le secteur non financier

Les fonds d'investissement et assureurs français sont exposés aux entreprises non financières, mais par l'intermédiaire de types de détentions différentes. En agrégé, les fonds détiennent davantage de titres émis par des sociétés non financières (SNF) que les assureurs: au deuxième trimestre 2023, les fonds détenaient 507 milliards d'euros de titres de dette et actions *corporate*, contre 315 milliards d'euros pour les assureurs français. Cela masque néanmoins une hétérogénéité dans le type d'exposition (cf. graphique 3.18) : les assureurs détiennent davantage de titres de dette de long terme émis par des SNF, alors que les fonds investissent principalement sur des actions et des titres de dette de court terme, comme les *commercial papers*. Du point de vue des sociétés non financières, cela signifie que le poids des fonds d'investissement au sein du financement apporté par les NBFI est prépondérant dans leur financement de court terme. Les ménages français sont peu exposés de manière directe aux SNF.

Graphique 3.18 : Détentions de dette émise par des SNF par les institutions non bancaires françaises, par type d'expositions
x : montant de détention en milliards d'euros / y : type d'institutions



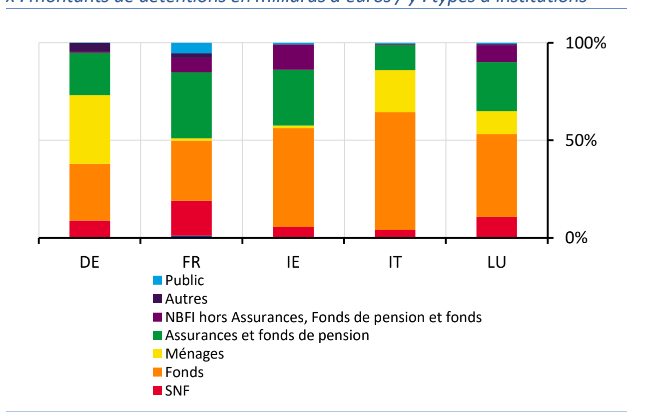
Sources : SHS-S, calculs Banque de France
Notes : Données au T2-2023. Titres de dette, actions, parts de fonds détenus par des résidents européens (ou non européens si le dépositaire est européen).

Au sein de leurs détentions de dette *corporate*, les fonds et assureurs sont exposés de façon équivalente entre les titres domestiques et étrangers. Les différences observées précédemment entre détentions d'actions et de titres de dette se retrouvent dans l'orientation géographique des titres détenus (cf. graphique 3.13) : les fonds sont davantage exposés à la fois à des actions émises par des entreprises étrangères et françaises, mais détiennent davantage de titres de dette de court terme domestique. La dette de long terme détenue par les fonds est principalement étrangère. En revanche, les assureurs sont plus exposés à la dette de long terme domestique, et détiennent davantage de dette de court terme étrangère. Ces détentions permettent de diversifier les portefeuilles des fonds et assureurs, à la fois en matière de types d'exposition (actions, dette court terme, long terme), et pays, mais peuvent également accroître la transmission des chocs transfrontières. Les assureurs français sont davantage exposés à la dette souveraine ou émise par des entités publiques que les fonds français: au deuxième trimestre 2023, ils détenaient 501 milliards d'euros de dette publique, contre 125,9 milliards d'euros pour les fonds, majoritairement au moyen de dette de long terme dans les deux cas, la dette de court terme étant plus minoritaire pour les émetteurs publics.

Les ménages, entreprises et acteurs publics peuvent être exposés aux fonds, par l'intermédiaire de parts. En France, les ménages sont traditionnellement moins présents au passif des fonds que dans d'autres pays européens, la détention directe par les ménages étant réduite, notamment en comparaison avec l'Allemagne ou l'Italie, quel que soit le type de fonds. La détention de parts de fonds par les ménages peut néanmoins être intermédiée par les assurances. Certains fonds sont commercialisés en assurance vie, ce qui peut exposer les assureurs à un risque de liquidité si les fonds sont peu liquides, et qu'un écart de liquidité apparaît avec l'assurance vie.

Graphique 3.19 : Répartition sectorielle du passif des fonds monétaires

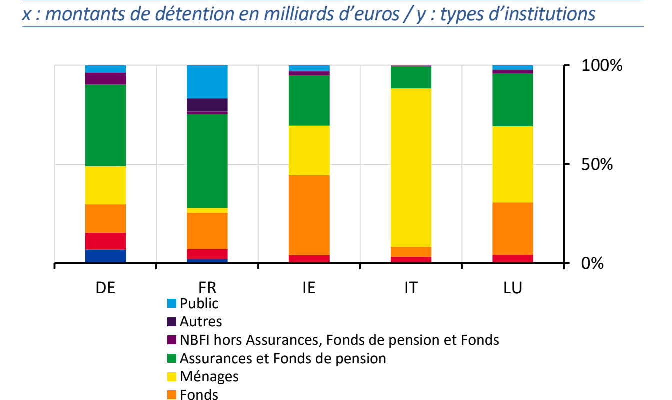
x : montants de détentions en milliards d'euros / y : types d'institutions



Sources : SHS-S, calculs Banque de France.
Notes : Données au T2-2023. Titres de dette, actions, parts de fonds détenus par des résidents européens (ou non européens si le dépositaire est européen).

Graphique 3.20 : Répartition sectorielle du passif des fonds actions, obligataires et mixtes

x : montants de détention en milliards d'euros / y : types d'institutions



Sources : SHS-S, calculs Banque de France.
Notes : Données au T2-2023. Titres de dette, actions, parts de fonds détenus par des résidents européens (ou non européens si le dépositaire est européen).

Les entreprises françaises utilisent quant à elles principalement les fonds monétaires pour la gestion de leur trésorerie. Les SNF représentent une partie significative du passif de ces fonds (18 % au deuxième trimestre 2023), mais sont moins présents au passif des autres types de fonds considérés (fonds obligataires, actions, ou mixtes).

Ces vulnérabilités appellent une réponse réglementaire adaptée et concertée au niveau international

Depuis la crise Covid, plusieurs épisodes de stress ont mis en lumière les risques associés au secteur des fonds et la possibilité de leur contagion à l'ensemble du système financier. Ces chocs ont également souligné le besoin d'adapter le cadre réglementaire actuel encadrant les fonds, portant principalement sur la protection des investisseurs.

Plusieurs initiatives sont en cours concernant les fonds ouverts. La Banque d'Irlande [153] a lancé une consultation sur une approche macroprudentielle des fonds d'investissement ouverts [154], visant à identifier les mécanismes pouvant contribuer à la transmission des risques issus de ce secteur à l'ensemble du système financier et y présente des pistes pour l'élaboration d'outils pouvant servir à leur régulation : réduire la fréquence de rachat du fonds, accroître la liquidité des actifs, introduire des outils de gestion de liquidité. La Banque d'Angleterre a également engagé des travaux en vue de clarifier sa doctrine d'intervention à l'égard des acteurs non bancaires. Elle a révisé sa méthodologie de *stress tests*, renforcé les exigences de liquidité pour les fonds monétaires et envisage de se doter d'une facilité permanente de prêt pour les acteurs de la finance non bancaire, en premier lieu les assureurs et les fonds de pension [155]. Enfin, aux États-Unis, le Financial Stability Oversight Council (FSOC) a adopté en novembre une révision de sa méthodologie pour l'identification des institutions financières d'importance systémique (SIFI), acteurs non bancaires soumis à la supervision directe de la Réserve fédérale et à une réglementation renforcée en raison de leur importance pour le secteur financier. Le FSOC élargit les conditions de désignation des SIFI ce qui devrait conduire à un renforcement du contrôle et de la régulation pour un nombre plus important d'institutions [156].

La mise en place de directives et de collectes statistiques par les autorités de marché, les banques centrales et les institutions internationales ont permis de poser un premier diagnostic, mais certaines données restent indisponibles, limitant l'analyse des vulnérabilités. Les données disponibles sur les interconnexions entre juridictions sont plus rares que celles sur les interconnexions au sein d'une même juridiction. Par exemple, en Europe il est possible de suivre avec une bonne précision les expositions entre entités européennes, mais il n'est parfois pas possible de suivre les relations avec le reste du monde. Même lorsque des données granulaires sont disponibles, il n'est pas toujours possible de distinguer les expositions entre secteurs ou entre devises. Les données disponibles peuvent également ne pas être pas de qualité suffisante. Cela peut refléter des incohérences dans les déclarations et l'utilisation de différentes méthodologies ou normes.

L'élaboration d'une approche macroprudentielle et le renforcement du cadre de surveillance des NBFI contribueraient à établir un cadre permettant de combler les manques de données. Par exemple, des stress tests normalisés menés par les gestionnaires de fonds permettraient aux autorités de surveillance et aux gestionnaires de collecter des données granulaires sur la liquidité des actifs de leur portefeuille, afin de mieux évaluer les risques et de calibrer les outils politiques de manière appropriée. Des stress-tests « system-wide » permettant d'analyser la propagation d'un choc entre les entités du système financier permettrait de compléter l'analyse. Enfin, les données collectées par les autorités devraient être aussi homogènes que possible au niveau international, afin de faciliter l'évaluation multilatérale des risques liés aux interconnexions, et *in fine* de renforcer la résilience du système financier.

[153] Central Bank of Ireland, Discussion Paper 11 : An approach to macroprudential policy for investment funds (2023).
[154] Lien
[155] A journey of 1000 miles begins with a single step: filling gaps in the central bank liquidity toolkit - speech by Andrew Hauser | Bank of England
[156] FSOC Approves Analytic Framework for Financial Stability Risks and Guidance on Nonbank Financial Company Determinations | U.S. Department of the Treasury

ANNEXE : Les différentes catégories d'intermédiaires financiers non bancaires

Les sociétés d'assurances

Les assureurs représentent près de la moitié des actifs financiers des NBFI français (47%). Les assureurs, contrairement aux banques, ont généralement des engagements dont l'échéance est plus longue que celle de leurs actifs, ce qui les rend moins vulnérables au risque de rachat. La possibilité de retirer l'épargne est limitée ou désincitée (notamment par des dispositifs fiscaux) dans la plupart des contrats d'assurance et est également plus coûteuse que pour les dépôts bancaires, même si l'arbitrage entre supports au sein d'une même enveloppe est généralement possible. Les assureurs ont peu recours au levier par l'emprunt. Ils peuvent avoir un recours limité au levier par l'intermédiaire des produits dérivés dans le cadre de la gestion de leurs risques de taux d'intérêt. Les risques de liquidité et le levier sont donc présents, mais largement limités.

Les autres intermédiaires financiers (OFI) non inclus dans la mesure étroite

Tous les fonds d'investissement inclus dans la catégorie des OFI ne sont pas retenus dans la mesure étroite : les fonds action, les fonds de capitaux privés et les fonds immobiliers en sont notamment exclus. Cela ne signifie toutefois pas qu'ils sont absolument immunisés contre les risques de type bancaire.

Les fonds de capitaux privés (ou fonds de capitaux non côtés) sont des fonds alternatifs encadrés par AIFM (cf. encadré) qui prennent des participations en fonds propres dans des entreprises non cotées. Ils représentent un encours de 192 milliards d'euros à fin 2022 soit 6,9 % de l'encours des OFI. Les prises de participations de ces fonds se font à différentes étapes du cycle de vie des entreprises (création, développement, rétablissement à la suite d'une situation de détresse). Les fonds de capitaux privés sont le plus souvent fermés, ce qui conduit à les exclure de la mesure étroite. Néanmoins, ils sont exposés à un risque de valorisation qui peut se matérialiser dans un contexte de remontée des taux et ont recours à l'effet de levier à différents niveaux de la chaîne de financement [157].

Les fonds immobiliers sont également des fonds alternatifs soumis à la directive AIFM qui eux investissent principalement dans de l'immobilier commercial[158]. La France, l'Allemagne et le Luxembourg sont les principaux marchés européens. Ils représentent en France un encours de 181,1 milliards d'euros à fin 2022 soit 6,5 % de l'encours des OFI. Comme dans le cas des fonds de capitaux privés le choix a été fait d'exclure ces fonds de la mesure étroite du fait que la plupart d'entre eux sont fermés. Toutefois, différents types de fonds immobiliers cohabitent et certains, qui sont ouverts, auraient pu trouver leur place dans la mesure étroite**:**

- Les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI, 38 % des encours) sont des fonds alternatifs dédiés aux investisseurs de détail et institutionnels, et peuvent être des fonds ouverts ou fermés. En pratique, lorsque ces fonds sont ouverts, les conditions de rachat appliquées sont néanmoins strictes.
- Les organismes professionnels de placement collectif immobilier (OPPCI, 32 % des encours) visent uniquement les investisseurs institutionnels. Ces fonds sont ouverts, mais ont des caractéristiques permettant de gérer les demandes de rachat: des périodes de blocage de plusieurs années, et des seuils de déclenchement des *gates* très faibles (0.1 % voire 0.01 %).
- Les organismes de placement collectif immobilier (OPCI, 11 % des encours) visent principalement les investisseurs de détails. Ces fonds doivent détenir une poche d'actifs liquides d'au moins 5 % (dépôts, instruments financiers liquides ou cash). Ces fonds ne peuvent pas s'endetter à plus de 40 %.
- Enfin, les autres fonds alternatifs immobiliers (19 % des encours) sont souvent des SCI, et sont souvent des fonds ouverts, parfois vendus dans le cadre de contrats d'assurance vie en unités de compte.

Le niveau de levier des fonds immobiliers français est moins élevé que dans d'autres pays de la zone euro : le levier[159] moyen des fonds immobiliers était de 5,9 % en juin 2023, contre 16 % pour les fonds allemands, et 29,1

[157] Voir le chapitre dédié aux marchés de capitaux non côtés de l'ERS S1 2023

[158] L'immobilier commercial représente environ 70 % du portefeuille des fonds immobiliers français (source : ESRB).

[159] Le levier moyen est calculé comme le ratio des prêts sur les actifs sous gestion.

% pour les fonds irlandais. Les fonds ayant un niveau de levier très important (> 60 %) représentent seulement 4 % des encours à septembre 2022[160]. En Irlande, le niveau élevé de levier a motivé la décision de la Banque centrale d'Irlande à introduire la première mesure macroprudentielle sur les fonds immobiliers, limitant ainsi leur niveau de levier à 60 %.

Les fonds actions sont des OPCVM qui détiennent une majorité d'actions. La taille de ce secteur représentait fin 2022 un encours de 376 milliards d'euros à fin 2022 soit 13,6 % de l'encours des OFI. La méthodologie du FSB recommande de les exclure de la mesure étroite au motif que, le marché des actions bénéficiant d'une bonne liquidité, ces fonds seraient relativement peu exposés au risque d'asymétrie de liquidité. Ces fonds ont recours au levier au moyen de l'emprunt ou des dérivés, mais le levier des fonds actions reste contenu en France et en Europe [161].

La mesure étroite au sens du FSB

Les fonds obligataires sont des OPC détenant une large majorité de titres de dette tandis que l'actif des fonds mixtes est composé dans des proportions plus équilibrées d'au moins deux classes d'actifs, actions titres de dette, mais aussi instruments monétaires, devises, matières premières ou immobilier. Ils avaient respectivement des encours de 318,4 et 337,7 milliards d'euros à fin 2022 soit 11,5 % et 12,2 % de l'encours des OFI. Les fonds obligataires et mixtes sont exposés au risque d'asymétrie de liquidité en raison de la faible liquidité de certains titres de dette, en particulier d'entreprises de notation High-Yield. À l'image des fonds actions, leur levier reste contenu en France et en Europe [162].

Les fonds monétaires sont des fonds de placement collectif, investissant dans des titres émis sur les marchés de court terme, et généralement utilisés par des investisseurs institutionnels afin de gérer leurs excédents de trésorerie. Ces fonds sont encadrés par le règlement MMFR (Money Market Fund Regulation, 2017), texte européen entré en vigueur en 2019, et sont donc soumis à des exigences de liquidité, de concentration, et d'éligibilité des actifs détenus. Les fonds monétaires peuvent être de trois types : VNAV (*variable net asset value*), LVNAV (*low volatility net asset value*), et CNAV (*constant net asset value*[163]). La France est l'un des principaux marchés de la zone euro (365 milliards d'encours d'actifs sous gestion à fin 2022 soit 13,2 % de l'encours des OFI), derrière l'Irlande et le Luxembourg et se caractérise par une industrie composée exclusivement de fonds VNAV, presque entièrement libellés en euros. Les fonds USD et GDP sont prépondérants en Irlande et au Luxembourg, et quasiment absents en France. L'appétit des investisseurs pour ces fonds s'est renouvelé depuis la hausse des taux d'intérêt à court terme, leur performance dépendant en large partie de ces derniers. Les fonds monétaires peuvent être fragilisés par une asymétrie de liquidité entre l'actif et le passif. Les investisseurs peuvent retirer leurs parts quotidiennement, ce qui correspond à l'utilisation qu'ils ont des fonds monétaires (gestion de trésorerie), mais peut fragiliser le fonds : honorer des demandes de rachat en période de stress peut s'avérer coûteux, notamment s'il est nécessaire de vendre des actifs à des prix dégradés. Ce risque de liquidité explique notamment les exigences appliquées aux fonds monétaires en matière de détentions d'actifs liquides (ratios d'actifs qui arrivent à maturité dans un jour et dans une semaine). Ces poches de liquidité doivent permettre au fonds de faire face à des demandes de rachat sans vendre de titres.

Les fonds spéculatifs (*hedge funds* en anglais) ne sont formellement définis dans aucune réglementation européenne, mais ont en commun de poursuivre des objectifs rendement indépendamment de l'évolution générale des prix de marché. En pratique, ces fonds sont identifiés moins par leur statut juridique que par

[160] Source : AMF.
[161] Voir le chapitre thématique sur le levier dans les institutions financières non bancaires, ERS S2 2022.
[162] Voir le chapitre thématique sur le levier dans les institutions financières non bancaires, ERS S2 2022.
[163] Selon le guide de l'Autorité des marchés financiers , les fonds VNAV (*variable net assetvalue*) sont des fonds à valeur liquidative variable, qui peuvent être standard ou court terme. Les parts de fonds sont émises ou achetées à une valeur correspondant à l'actif net du fonds divisé par le nombre de parts en circulation. Les fonds CNAV (*constant net asset value*) sont des fonds à valeur liquidative constante de dette publique, investis à 99,5 % dans des actifs de dette publique. Les parts sont émises ou rachetées à une valeur liquidative constante. Les fonds LVNAV (*low variable net asset value*) sont des fonds à valeur liquidative à faible volatilité, qui ont une valeur liquidative constante si l'écart entre la valeur liquidative constante et la valeur liquidative de marché ne dépasse pas 20 points de base.

référence aux techniques utilisées par les gestionnaires, ce qui soulève des questions de périmètre de la réglementation. Ainsi, dans le contexte européen, les HF peuvent relever de la directive AIFM comme de la directive OPCVM (ou UCITS) [164]. La France est le quatrième pays ayant le plus de gestionnaires de fonds spéculatifs à fin 2021 (67), mais la plupart sont domiciliés à l'étranger. À fin 2022 l'AMF recensait, sur une base de domiciliation en France, un encours de seulement 3,4 milliards d'euros (et 6 milliards d'euros d'actifs nets de fonds spéculatifs gérés par les sociétés de gestion de portefeuille françaises). Les fonds spéculatifs sont généralement fermés ce qui les rend moins vulnérables au risque de liquidité. Mais certains hedge funds, notamment ceux domiciliés à l'étranger, déploient des stratégies qui utilisent d'une manière intensive le levier, raison pour laquelle la méthodologie du FSB recommande de les classer dans la mesure étroite.

Les fonds communs de placement d'entreprise (FCPE) sont des fonds d'investissement mis en place par les entreprises à destination de leurs salariés. Ils sont classés contre fonds d'investissement d'alternatifs et encadrés par la directive AIFM. Il existe deux familles de fonds : les fonds diversifiés et les fonds d'actionnariat salarié. Les fonds d'actionnariat permettent aux salariés d'investir dans le titre de leur entreprise, ce qui en fait des fonds risqués et très peu diversifiés. À l'inverse, les fonds diversifiés sont moins risqués et proposent des stratégies d'investissement variées dans les actions, les obligations ou les instruments monétaires. Les FCPE investissant sur actions sont inclus dans l'encours général des fonds actions du tableau 1. Les FCPE non-actions représentaient quant à eux un encours de 218,2 milliards d'euros à fin 2022 soit 7,9 % de l'encours des OFI. Même si le choix a été fait d'inclure ces derniers dans la mesure étroite au sens du FSB, il est important de signaler que les sommes investies sur les fonds d'épargne salariale sont bloquées pendant une période initiale de 5 ans sauf cas de déblocage anticipé[165], ce qui les rend moins vulnérables au risque de rachat que les fonds traditionnels. Les arbitrages entre types de fonds, où une partie ou la totalité de l'investissement est réallouée à une autre stratégie sont néanmoins possibles à tout instant.

Les entreprises d'investissement fournissent divers services et activités aux investisseurs sur les marchés financiers. Ces services sont essentiels au fonctionnement des marchés financiers et comprennent, entre autres, la réception et la transmission d'ordres, la délivrance de conseils en investissement, la gestion de portefeuille et la négociation pour compte propre. La population des entreprises d'investissement en France et dans l'Union européenne est très diverse et les entreprises varient considérablement au niveau de leur taille, de modèle d'entreprise, de profil de risque, de complexité et d'interconnexion, allant d'entreprises unipersonnelles à de grands groupes actifs au niveau international. Au total, 90 % du bilan des entreprises d'investissement est consolidé de manière prudentielle au sein d'un groupe bancaire et donc exclu du calcul de la mesure étroite. Les entreprises d'investissement sont soumises à une réglementation de type bancaire et supervisées par l'ACPR.

Les organismes de titrisation transforment des actifs financiers, tels que des prêts, en titres financiers négociables. En d'autres termes, la titrisation permet de rendre plus facilement échangeables des actifs financiers peu liquides, tels que des prêts immobiliers ou des prêts automobiles. En France, les organismes de titrisation existent soit sous la forme de fonds communs de titrisation (FCT), soit sous la forme de sociétés, auquel cas ils sont appelés sociétés de titrisation (ST). Ils sont classés comme fonds d'investissement alternatifs en vertu de la directive AIFM. Toutefois, la question de savoir dans quelle mesure le gestionnaire de l'OT doit être soumis à la directive AIFM est relativement complexe et fait l'objet des dispositions de l'article L. 214-167-I du CMF. Les organismes de titrisation sont exposés au risque de transformation de crédit et de liquidité et peuvent avoir recours au levier. La France est le quatrième acteur de la zone euro sur le marché de la titrisation derrière l'Irlande, l'Italie et le Luxembourg, avec un encours d'actifs titrisés dépassant les 300 milliards d'euros. Toutefois, une partie de cet encours est consolidée avec les banques de sorte que l'encours inclus dans la mesure étroite représente seulement 169,2 milliards d'euros, soit 6.1 % de l'encours des OFI.

[164] Ces OPCVM, parfois connus sous le nom d' « alternatives liquides », mettent en œuvre des stratégies d'investissement souvent similaires aux stratégies traditionnellement employées par les fonds spéculatifs, bien que soumises à certaines contraintes, tout en offrant une liquidité quotidienne ou hebdomadaire.
[165] Les cas de rachat anticipé incluent entre autres le mariage, le divorce, la naissance d'un enfant ou l'achat de la résidence principale.

Éditeur
Banque de France
39, rue Croix des Petits-Champs – 75001 Paris

Directeur de la publication
Claude PIOT

Directeurs de la rédaction
François HAAS
Édouard VIDON
Jean BOISSINOT

Coordinateurs
Lucille COLLET ; Frédéric GUEVEL

Traduction et réalisation
Pôle Data
Direction de la Stabilité Financière
Service de l'Édition et des Langages
Direction de la Communication

Dépôt légal
Décembre 2023
ISSN 2268-5278 (en ligne)

Internet
https://www.banque-france.fr/liste-chronologique/rapport-sur-levaluation-des-risques